

UiO • Det juridiske fakultet

Grensen mellom ulike fondsstrukturer, og konsekvenser for forvalters investeringsrammer.

Etter gjennomføringen av AIFMD i norsk rett

Kandidatnummer: 753

Leveringsfrist: 9. mai 2014

Antall ord: 17 125



Innholdsfortegnelse

1	INNLEDNING	1
1.1	Oppgavens tema	1
1.2	Avgrensning og forutsetninger	3
1.3	Metode	3
1.4	De viktigste lovene	4
1.4.1	Verdipapirfondloven	4
1.4.2	Lov om forvaltning av alternative investeringsfond	5
1.4.3	Hvordan er forholdet mellom verdipapirfondloven og lov om forvaltning av alternative investeringsfond?	7
2	GENERELT OM FINANSMARKEDENE.....	8
2.1	Finansmarkedenes formål og funksjon.....	9
2.2	Fondenes plass i ”finansverden”.....	10
2.2.1	Generelt om investeringsfond: Fondsstrukturen	10
2.2.2	Funksjon.....	10
2.2.3	Heterogenitet innen fondsmarkedet	12
2.2.4	Forholdet til øvrige investeringsinstrumenter	14
2.3	Særlig om hensyn bak reguleringen	17
2.3.1	Hensynet til investorene: Om informasjonsasymmetri	17
2.3.2	Hensynet til markedet: Om systemrisiko og markedsuro	19
3	REGELVERKENES VIRKEOMRÅDE, OG ENKELTE GRENSETILFELLER.....	20
3.1	Verdipapirfond.....	21
3.1.1	Organisering av verdipapirfond	21
3.1.2	Definisjonen	22
3.1.3	Ulike typer verdipapirfond.....	24

3.1.4	Innløsnings- og tegningsrett som tilleggsvilkår for verdipapirfonddefinisjonen	26
3.2	Alternativt investeringsfond	30
3.2.1	Definisjonen	31
3.2.2	Ulike typer alternative investeringsfond	34
3.2.3	Organiseringen av alternative investeringsfond.....	38
3.2.4	Avgrensninger i definisjonen av Alternativt investeringsfond	42
4	UTGANGSPUNKTET FOR FORVALTNINGSRAMMENE	46
4.1.1	Generelle offentligrettslige rammer, og hva som kan begrunne avvik fra dette	46
4.1.2	Privatrettslige rammer for forvaltningen.....	46
4.1.3	Disposisjonen videre	48
5	NÆRMERE OM FORVALTERS HANDLINGSROM I UCITS-FOND.....	48
5.1	Verdipapirfondlovens krav til plasseringen.....	50
5.1.1	Hvilke kapital kan fondsforvalteren disponere over?	50
5.1.2	I hvilke objekter kan forvalteren investere kapitalen?	51
5.1.3	Øvrige krav til plasseringen	55
5.2	Spesielle privatrettslige krav til plasseringen	57
6	NÆRMERE OM FORVALTERS HANDLINGSROM I NASJONALE FOND	57
6.1	Generelle offentligrettslige krav til plasseringen	59
6.1.1	Hvilken kapital kan fondsforvalteren disponere over?	59
6.1.2	I hvilke objekter kan forvalteren investere kapitalen? Samt øvrige krav til plasseringen.....	60
6.2	Spesielle privatrettslige rammer for forvaltningen	62
7	NÆRMERE OM FORVALTERS HANDLINGSRAMMER I ALTERNATIVE INVESTERINGSFOND.....	62

7.1	Spesielle privatrettslige krav til plasseringen	63
7.2	Generelle offentligrettslige krav til plasseringen.....	64
7.2.1	Funding/Investorbegrensning.....	64
7.2.2	Medfører AIFMD noen reelle begrensninger i de alternative investeringsfondenes plasseringsfrihet.....	66
8	KILDER	72
8.1	Lover.....	72
8.2	Forskrifter	72
8.3	Forarbeider.....	72
8.4	Rettsavgjørelser	73
8.5	EU/EØS-kilder.....	73
8.5.1	Direktiver	73
8.5.2	Forordninger.....	73
8.5.3	Øvrige.....	73
8.6	Forvaltningspraksis.....	73
8.7	Litteratur	74
8.8	Artikler.....	74
8.9	Nettadresser	74

1 Innledning

1.1 Oppgavens tema

Forvaltning av kapital på vegne av andre kan utføres på ulike måter både når det gjelder typen forvaltere, konstruksjonsform, og ikke minst graden av aktivitet fra forvalteren. Aktiv forvaltning av enkeltinvestorers portefølje og forsikringsselskapers forvaltning av pensjonsmidler er to svært forskjellige eksempler på kapitalforvaltning. Temaet for denne oppgaven er forvaltning av kapital i en såkalt fondskonstruksjon¹, såkalt fondsforvaltning. På en forenklet måte kan man si at fondsforvaltning er forvaltning av en kapitalmasse som ikke er direkte eid av en investor, men hvor flere investorer har skutt inn penger i bytte mot en andel av fondet. Et fond er med andre ord en type kollektiv investeringsportefølje.

Formålet med avhandlingen er å klargjøre grenseoppgangen mellom regelverkene som kommer til anvendelse på de ulike typer fond, og hvilke konsekvenser denne grensen har for forvalters handlingsrom ved investering av fondskapitalen. Fremstillingen vil ta for seg kommende regelverk etter gjennomføringen av AIFMD². Som vi skal se, er investeringsrammene veldig forskjellige for de ulike fondstypene, og det er derfor av stor betydning hvilket regelverk man faller inn under. Fokuset vil her særlig være de offentligrettslige rammer. Som vi skal se reguleres blant annet hvor fondet kan hente kapital fra, hvilke objekter fondet kan investere i og hvilke investeringsstrategier forvalter kan benytte seg av. Som en samlebetegnelse for dette vil betegnelsen ”fondsforvaltning” bli brukt. Oppgaven vil innledningsvis behandle enkelte av de formål som har begrunnet reguleringen.

Målet med en fondsinvestering er å skape avkastning for investorene. Oppbygningen av en optimal fondsportefølje har imidlertid ingen felles fasit. Investorer har varierende krav og

¹ Se nærmere om fondsbegrepet i punkt 3.

² Directive 2011/61/EU Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD).

forventninger til avkastning. De har også svært ulik risikotoleranse, investeringshorisont og behov for likvide midler.

Utgangspunktet forvaltningsrammene er det konkrete mandatet forvalter er tilkjent av investorene. Ettersom fond er en kollektiv investeringsform, forutsetter dette deltagelse fra flere investorer med noenlunde sammenfallende interesser. Ulike fonds investeringsstrategier kan dermed variere i like stor grad som det gjør for ulike enkeltinvestorer. Dette er imidlertid et område med omfattende regulering, som griper inn i forholdet mellom forvalter og investor når det gjelder hva som kan avtales. I Norge har vi lenge hatt lovregulering av verdipapirfond. Verdipapirfond er fond som investerer i finansielle instrumenter, og hvor regelverket bygger på EUs UCITS-direktiv³. Nå er også en ny lov om alternative investeringsfond nær forestående. Et alternativt investeringsfond er forenklet fortalt en kollektiv investeringsstruktur som ikke omfattes av de eksisterende EØS-reglene for såkalte UCITS-fond⁴.

Det nærmere opplegget for oppgaven vil følge reguleringens hovedskille mellom verdipapirfond og alternative investeringsfond. Jeg vil først se på hvilke hensyn som særlig har begrunnet reguleringen av fondsvirksomhet som sådan. Videre vil jeg se på de ulike fondskonstruksjonene, og hvilke regelverk de faller under. Selv om verdipapirfond og alternative investeringsfond som utgangspunkt fremstår veldig ulike, både hva gjelder typisk investorgruppe, fondskonstruksjon og plasseringsmandat, vil ikke grensen mellom dem alltid være like skarp. Vi skal imidlertid se at de ulike hensynene bak reguleringen, av ulike grunner, vil stille seg forskjellig for de to hovedgruppene.

På hvilken måte fastlegger man da den enkelte fondsforvalterens handlingsrom ved forvaltningen av fondets midler? Hvordan en forvalter tenker når han skal sette sammen en portefolje?

³ EP/Rdir 2009/65/EF Undertakings for Collective Investment for Transferable Securities (UCITS).

⁴ Se mer punkt 3.

følge, vil i stor grad være et økonomisk spørsmål. Oppgaven tar imidlertid sikte på behandling av de rettslige rammene.

Hvilken type fondsinvestering som passer for den enkelte investor, vil bero på den konkrete investors evne og vilje til å bære risiko, hvilke avkastningsforventninger han har, i tillegg til hans forståelse av og syn på fondets risiko og investeringsstrategi. Særlig viktig her vil være om investors forventninger til fondet samstemmer med de faktiske egenskapene fondet har: Lovgiver har særlig lagt vekt på at enhver investor skal kunne foreta en informert investeringsbeslutning, og beskyttelsesnivået i de ulike regelverkene gjenspeiler dette.

1.2 Avgrensning og forutsetninger

Oppgaven vil som nevnt begrense seg til behandling av reglene om fondsforvaltning⁵. Det avgrenses således mot andre former for kapitalforvaltning.

En fondsforvalter foretar og gjennomfører investeringsbeslutninger på vegne av det aktuelle fond⁶. Fondsforvalter vil imidlertid ofte ha flere oppgaver. Som for eksempel å utføre tegning og innløsning av andeler, velge depotmottaker for fondet osv. Disse øvrige oppgavene for forvalteren vil ikke behandles.

Oppgaven vil også begrense seg til norske fondskonstruksjoner⁷.

1.3 Metode

Oppgaven tar utgangspunkt i tradisjonell juridisk metode.

De styrende regelverk er av nyere dato, eller nær forestående. Vi skal innledningsvis kort se på deres innhold⁸. På området for verdipapirfond har det styrende regelverk vært verdi-

⁵ Se punkt 1.1.

⁶ Dette vil som det følgende omtales som porteføljeforvaltning.

⁷ Det vil si fond som er hjemmehørende i Norge, og som må ha en alternativ tillatelse herfra.

papirfondloven⁹. Denne har gjennomgått hyppige og omfattende endringer de senere år. Fond som ikke faller inn under verdipapirfondlovens område har hittil ikke hatt noen spesiell regulering, men vært henvist til de rammer som følger av alminnelig avtale-, selskapsrett mv. Lov om alternative investeringsfond er imidlertid på trappene¹⁰. Begge disse to lovverkene har sin bakgrunn i EU-direktiver. Etter gjennomføringen av lov om forvaltning av alternative investeringsfond, er det lagt opp til at alle former for fondsforvaltning skal treffes av et regelverk¹¹.

Praksis på området er stort sett meget begrenset. Det finnes heller ingen sammenfattende teoretisk fremstilling om fondsforvaltning. Det foreligger riktignok noe teori om deler av temaet, men denne er ikke oppdatert med gjeldende rett.

1.4 De viktigste lovene

1.4.1 Verdipapirfondloven

Verdipapirfond¹² reguleres av verdipapirfondloven, som siden 1993 har bygget på UCITS-direktivet (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) av 1985 med etterfølgende endringer¹³. UCITS-direktivet har som hovedformål å harmonisere medlemslandenes regulering av slike kollektive investeringer, for derved å muliggjøre salg og markedsføring av de ulike UCITS-fondene fritt innenfor hele EØS-området etter autorisasjon fra hjemlandet. UCITS-direktivet forsøker å fremme dette ved å sikre like konkurransevilkår og beskyttelse av investorene¹⁴.

⁸ Se punkt 1.3.1 og 1.3.2.

⁹ Lov 25 nov 2011 nr.44 om verdipapirfond (verdipapirfondloven).

¹⁰ Se punkt 1.3.2.

¹¹ Se imidlertid om nasjonale fond i punkt 3.1.3.2 som treffes av begge lovene.

¹² Definisjon av verdipapirfond i punkt 3.1.2.

¹³ Den seneste utgave er UCITS IV: EP/Rdir 2009/65/EF.

¹⁴ Prop. 149 L (2010-2011).

Gjeldende verdipapirfondlov trådte i kraft 1. januar 2012, og avløser tidligere lov om verdipapirfond fra 1981. Dagens verdipapirfondlov er imidlertid i stor grad en videreføring av forrige verdipapirfondlov, hvilket betyr at tolkningsuttalelser og vedtak fra Finanstilsynet under den tidligere loven vil kunne være av betydning.

Det er også vedtatt forskrift med hjemmel i verdipapirloven¹⁵, som utfyller reglene i verdipapirfondloven¹⁶.

I verdipapirfondloven med tilhørende forskrift er det stilt utfyllende krav både til organiseringen av forvaltningen, og til selve forvaltningen av fondet. Både forvaltningsselskapet og fondet som sådan er med andre ord regulert. Blant annet stiller loven krav om god forretningsskikk, begrensninger av investeringsområde, krav til likviditet og diversitet, likebehandling av andelseiere, opplysningsplikt overfor investor osv. Temaet for denne oppgaven vil som nevnt imidlertid begrenses til de ulike regelverks anvendelsesområde, forvalters plasseringsrammer og reglenes bakenforliggende hensyn.

1.4.2 Lov om forvaltning av alternative investeringsfond

Forslaget til ny lov om alternative investeringsfond er basert på EUs AIFM-direktiv (Alternative Investment Fund Managers Directive¹⁷). Direktivet har som hovedformål å etablere et harmonisert rammeverk for forvaltning og markedsføring av alternative investeringsfond innen EØS¹⁸.

Erfaringer gjort gjennom de siste års finanskriser viste at investeringsfond kan bli av en slik størrelse at de utgjør en trussel for den finansielle stabilitet¹⁹. EU fant dermed at alternative investeringsfond, på lik linje som øvrige sentrale aktører innen finansmarkedet, bør være

¹⁵ Se blant annet verdipapirfondloven §§ 6-1, 6-11, 6-12, 6-14, 6-17 mv.

¹⁶ F21.12.2011 nr 1467 Forskrift til verdipapirfondloven (verdipapirfondforskriften).

¹⁷ EP/Rdir 2011/61/EU (AIFMD).

¹⁸ <http://www.finanstilsynet.no/no/Verdipapiriromradet/Forvaltningsselskaper/Tema/AIFM-direktiv/>

¹⁹ Prop.77.L(2013-2014) s.9. Se mer punkt 2.3.2.

gjenstand for regulering og tilsyn fordi de utgjør en gruppe finansielle aktører som har stor betydning for velfungerende markeder²⁰.

I forbindelse med gjennomføringen av AIFMD i norsk rett nedsatte Finanstilsynet en arbeidsgruppe til å gjennomgå direktivet, og foreslå nødvendige tilpasninger og endringer etter norsk rett. Denne rapporten ble avgitt 1. mars 2013²¹, og høringsfristen for forslaget utløp 20. juni 2013²². Finansdepartementet avga sin lovproposisjon 11. april 2014²³, og gjennomføring av direktivet i norsk rett har Finanstilsynet antatt at vil skje i løpet av første halvår 2014.

Direktivet regulerer forvalternes virksomhet som sådan gjennom organisatoriske krav til forvalter og hvordan forvalters skal utøve sin virksomhet. Direktivet inneholder derimot ingen regulering av selve fondene. Med andre ord har det som utgangspunkt ingen direkte bestemmelser om forvalters handlingsrom ved kapitalforvaltningen²⁴.

Direktivet innfører for det første konsesjonsplikt for forvaltere som forvalter fond med samlet forvaltningskapital over visse terskelverdier²⁵. Forvaltere med tillatelse til å forvalte alternative investeringsfond vil bli underlagt virksomhetsbegrensningsregler, samt organisatoriske og operasjonelle krav. Blant annet stilles ledelseskvalifikasjoner, kapitalkrav, god forretningsskikk, håndtering av interessekonflikter, risikostyring og utkontraktering. Som utgangspunkt må det også utpekes en depotmottaker for hvert enkelt fond. Direktivet inneholder videre informasjonsplikter som skal sikre åpenhet og rett til å markedsføre fond i hele EØS-området.

²⁰ Prop.77.L(2013-2014) s.7.

²¹ Rapport om gjennomføring av AIFMD i norsk rett 2013.

²² <http://www.finanstilsynet.no/no/Verdipapiriromradet/Forvaltningsselskaper/Tema/AIFM-direktiv/>

²³ Prop.77.L(2013-2014)

²⁴ Se imidlertid drøftelsen i punkt 6.2.2.

²⁵ 500 millioner euro når porteføljene består av alternative investeringsfond som ikke er gjenstand for finansiell giring, eller 100 millioner euro når porteføljen er gjenstand for finansiell giring.

Fond som faller under terskelverdiene pålegges kun registrerings- og rapporteringsplikter. Slike mindre fond kan imidlertid frivillig velge å underlegge seg reglene for tillatelse og dermed også de øvrige kravene i AIFMD, med den følge at de vil kunne benytte seg av adgangen til å markedsføre fondene over de nasjonale grensene innen EØS-området gjennom et meldesystem.

Direktivet regulerer videre markedsføring overfor profesjonelle investorer. Markedsføring overfor forbrukere reguleres ikke i direktivet, men dersom dette åpnes for, forutsettes det at myndighetene gjør en forhåndsvurdering av hvorvidt det enkelte fond er av en slik type som skal være tillatt markedsført overfor forbrukere. Det kan da innføres strengere krav både til selve fondet og til forvalter.²⁶

1.4.3 Hvordan er forholdet mellom verdipapirfondloven og lov om forvaltning av alternative investeringsfond?

Verdipapirfondloven har en positivt angitt legaldefinisjon av verdipapirfond²⁷. Denne definisjonen samsvarer i stor grad med UCITS-direktivets definisjon av UCITS-fond. Direktivet begrenser imidlertid ikke adgangen til å etablere nasjonale fond som følger andre regler²⁸. Det direktivet krever er at de fond som oppfyller kravene til å være et UCITS-fond skal gis de rettighetene direktivet tilkjenner dem, blant annet skal de sikres markedsadgang i medlemsstatene.

AIFer²⁹ representerer en uensartet gruppe av kollektive investeringsstrukturer med ulike produkttegenskaper³⁰. AIFMDs nedslagsfelt er i direktivet, og loven, negativt angitt til en-

²⁶ Rapport om AIFMD s.7. Se mer punkt 7.2.1.

²⁷ Se punkt 3.1.2.

²⁸ EP/Rdir 2009/65/EF art. 1 nr. 7.

²⁹ Alternative investeringsfond.

³⁰ Se mer om dette i punkt 3.3.

hver form for kollektiv investering som ikke er et UCITS-fond³¹. Direktivet gjelder dermed også de fond som etter norsk rett regnes som verdipapirfond, men som ikke oppfyller UCITS-kravene³². Under arbeidet med inkorporeringen av AIFMD ble det av arbeidsgruppen foreslått en samlet regulering av både verdipapirfond og AIFMDer i en ny felles lov. Det ble imidlertid til slutt ansett hensiktmessig å beholde reguleringen av forvaltning av verdipapirfond i verdipapirfondloven³³. Forvaltere av verdipapirfond som ikke er UCITS-fond vil da etter implementeringen av AIFMD derfor måtte forholde seg til begge lovene. Departementet sluttet seg i lovproposisjonen til arbeidsgruppens vurdering av dette som det mest hensiktmessige.

Følgen av en slik tosporet regulering er at forvalter må ha konsesjon etter begge lovene, og oppfylle begge lovers løpende krav til virksomheten. Departementet inntok imidlertid i lovforslaget³⁴ en adgang til å unnta forvaltere som forvalter nasjonale fond, og som ikke samtidig forvalter UCITS-fond, fra de delene av verdipapirfondloven som regulerer forvaltningsselskapets virksomhet. Det innebærer at disse ved forskrift kan unntas fra reglene i verdipapirfondloven med tilhørende forskrifter som regulerer forvalter, men slik at de bestemmelsene som regulerer fondene som sådan, vil gjelde³⁵.

2 Generelt om finansmarkedene

I dette kapitlet vil jeg se nærmere på finansmarkedenes funksjon og vise hvor fond som investeringsstruktur befinner seg i dette markedet. Deretter vil jeg gjøre nærmere rede for enkelte av de hensynene som særlig har begrunnet den omtalte reguleringen, og som er av særlig betydning for å forstå regelverkens virkeområde, i tillegg til en del av de konkrete reglene omkring selve fondsforvaltningen.

³¹ Se nærmere punkt 3.2.1 og 3.2.4.

³² Se mer om dette i punkt 3.1.3.2 og 5.

³³ Rapport om AIFMD s. 10-11.

³⁴ Lovforslagets § 1-5(4).

³⁵ Prop.77.L(2013-2014) s.17.

2.1 Finansmarkedenes formål og funksjon

Finansmarkedenes hovedformål er å effektivt allokere kapital fra de med kapitaloverskudd til de med kapitalbehov. I tillegg bidrar markedene til å håndtere og omfordele risiko. Finansmarkedets to hovedkanaler av kapital er gjennom verdipapirmarkedet, og finansinstitusjonene. Innen disse kanalene er det et bredt spekter av ulike investeringsstrukturer, som opptrer ved siden av hverandre og delvis i konkurranse med hverandre. Dette gjør det mulig for de ulike investorene å finne et investeringsalternativ som gjenspeiler ønsket risiko og avkastning.

For de med kapitaloverskudd vil adgang til å investere sparemidlene kunne gi avkastning, og dermed øke det totale kapitaloverskuddet. Penger i dag regnes ofte for å være mer verdt enn penger i morgen. I tillegg får man som investor ofte betalt for å påta seg risiko. Man kan si at den beste investeringen er den som har gitt mest avkastning ved å ha påtatt på seg minst risiko. Målet bak investeringer er dermed å få mest mulig risikojustert avkastning innenfor det angitte investeringsmandatet.

For de med kapitalbehov vil finansmarkedene medføre tilgang på en annen finansieringskilde enn egne sparemidler, slik at det skapes muligheter for at verdiskapende prosjekter kan realiseres, eventuelt på et tidligere tidspunkt³⁶.

Finansmarkedet spiller en stor rolle for all annen økonomisk aktivitet og for samfunnet som helhet. Forutsetningen for dette er imidlertid at markedene fungerer etter hensikten. Deresom de ikke gjør det kan dette ha store skadevirkninger. Slike potensielle ringvirkninger er noe av det som har skapt så stort reguleringsbehov på området³⁷.

³⁶ Se mer utfyllende om denne funksjonen i Myklebust s. 23-27.

³⁷ Se mer i punkt 2.2.4.

2.2 Fondenes plass i "finansverden"

2.2.1 Generelt om investeringsfond: Fondsstrukturen

Et fond er som nevnt en kollektiv investeringsform. Ved at flere investorer gjør kapitalinnskudd danner disse en felles masse som utgjør fondet som rettslig og økonomisk enhet. Gjennom kapitalinnskudd får investorene eierskap til en ideell andel i fondet. Fondet forvaltes av en forvalter som enten er ekstern eller intern, hvilket jeg kommer tilbake til i punkt 3.1.1 og 3.2.3. Formålet med en slik konstruksjon er felles forvaltning av kapital i tråd med en på forhånd avklart investeringsstrategi.

2.2.2 Funksjon³⁸

Fond som investeringsstruktur fyller en rekke funksjoner og ivaretar flere formål, både for investor, for selskaper og for samfunnet for øvrig. Noen av disse funksjonene er generelle for alle finansieringsstrukturer i finansmarkedet, mens andre er mer særegne for fondsstrukturen:

For det første vil en adgang til å investere gjennom et fond *skape muligheter* både på tilbuds- og etterspørselsiden for kapital. På tilbudssiden vil fondets størrelse i seg selv gi mulighet til å investere i objekter som man ikke har adgang til som mindre enkeltinvestor. Eksempelvis i tilfeller der nyutstedelser av egenkapital- og gjeldsinstrumenter bare er åpne for akkrediterte investorer av en viss størrelse. For selskaper med kapitalbehov vil potensielle investeringer fra fondet som sådan tilsvare en ytterligere finansieringskilde.

For det andre vil fond som investeringsinstrument kunne bidra til å *reducere risiko* gjennom diversifisering: Fondsinvestering innebærer at flere investorer med samme investeringspreferanser kommer sammen. Den samlede kapitalmassen spres på flere ulike typer investeringer, slik at den sammensatte porteføljen inneholder investeringer med ulik type egenskaper. Slik får fondet, og derigjennom den enkelte investor, redusert sin eksponering

³⁸ Prop 149 L /2010-2011) s. 12.

mot enkeltrisiki. Investorer får med andre ord diversifisert sine investeringer ved å sette penger inn i et fond med en bred sammensetning av investeringer sammenlignet med om de plasserer de samme midlene i en enkeltinvestering³⁹. Forvalteren kan også gjennom sammensetningen av porteføljen bestemme risikoprofilen på investeringene, og dessuten tilpasse risikonivået ved bruk av derivater⁴⁰.

Investeringsformen har for det tredje flere *stordriftsfordeler*. For investorer som er forbrukere eller ikke-profesjonelle vil det å tilegne seg kunnskap om hva som er gode eller dårlige investeringer tilpasset dem kunne være meget ressurskrevende. I tillegg kommer kostnader knyttet til å forvalte egne investeringer. Dette vil til sammen kunne medføre transaksjonskostnader⁴¹ av en slik størrelse at en eventuell investeringsgevinst fort kan bli spist opp. Ved at mange små investorer gjør innskudd i samme fond tilpasset deres investeringsprofil vil slike kostnader bli pulverisert over flere investorer. Samtidig vil fondet bli eksternt forvaltet av en profesjonell som gjerne er bedre egnet enn den enkelte investor til å fatte gode investeringsbeslutninger. I det hele tatt vil eksistensen av standardiserte likvide⁴² andeler i verdipapirmarkedet gjøre det enklere for ikke-profesjonelle investorer å måle og sammenligne kvaliteten av sine investeringer bare basert på prisen som informasjonskilde, da pris i seg selv er et uttrykk for markedets betalingsvillighet.⁴³

Dette bringer oss inn på fondenes betydning for *markeds konkurransen*. Eksistensen av flere ulike finansieringskanaler gjør at investeringer kan foretas på flere måter. Tilsvarende kan kapitalbehov dekkes på flere måter. Finansieringskanalene kan ha ulike konkurrerende eller

³⁹ Myklebust s. 30.

⁴⁰ Se mer om dette i punkt 2.2.3.

⁴¹ Begrepet transaksjonskostnader brukes gjerne om kostnader ved en transaksjon som kommer i tillegg til det man direkte betaler ved transaksjonen. Dette er kostnader ved å benytte seg av markedet: Typisk tid og midler brukt for å innhente informasjon om priser og kvalitet, sikre investeringen mv.

⁴² At en fondsandel er likvid vil si at den som oftest kan innløses på kort varsel uten omfattende kostnader, se mer punkt 3.1.4.

⁴³ Teori om frikonkurransmodellen i Eide og Stavang s. 75 flg.

supplerende egenskaper, her også både på tilbuds- og etterspørselsiden. Noen ganger vil den mest hensiktsmessige finansierings- eller investeringsformen gi seg selv, mens man i andre tilfeller vil vurdere flere alternativer opp i mot hverandre. De ulike finansieringsformene opptrer dermed delvis ved siden av hverandre, og delvis i konkurranse med hverandre. I økonomisk teori er det ofte fremhevet at et finansielt system som tilbyr mulighet til å velge mellom flere kanaler som supplerer hverandre gir samfunnsøkonomiske gevinster. På investor og sparenivå betyr et bredt spekter av ulike typer av fond og øvrige sparealternativer at det er større sannsynlighet for å finne en struktur best mulig tilpasset egne preferanser.

2.2.3 Heterogenitet innen fondsmarkedet

Det er et forholdsvis bredt spekter av ulike typer fond. Som nevnt innledningsvis går det et hovedskille mellom verdipapirfond og alternative investeringsfond, men også innenfor de to hovedgruppene er det flere underkategorier som avviker fra hverandre på flere plan. Dette betyr at reguleringen skal gjelde forvaltningen av veldig forskjellige typer investeringsprofiler, noe som gjør at de ulike hensyn og formål bak reguleringen vil bero på det konkrete fondet. I seg selv skaper dette et fleksibilitetsbehov for de offentligrettslige rammene. Vi skal her se kort på enkelte av dimensjonene fond kan variere.

For det første er det stor variasjon blant *investorene*. Dette gjelder både med hensyn til hvem som typisk investerer i de ulike fondsgruppene, og den enkelte investors individuelle forhold og preferanser. I den ene enden av skalaen finner man den ikke-profesjonelle, risikoaverse forbruker som ønsker et alternativ til langsiktig sparing i bank. Denne gruppen av investorer har gjerne verken evne eller anledning til å sette seg inn i markedet og egnede investeringsprodukter. I den andre enden av skalaen sitter den profesjonelle spekulanten som selv ønsker å delta aktivt i forvaltningen av investeringsobjektet. Dette gjør at både typen hensyn, og i hvilken grad disse må ivaretas vil variere. Dette gjenspeiles også i selve

reguleringen og er kommet til uttrykk blant annet i noen av forarbeidene til regelverket⁴⁴. For eksempel er et viktig hensyn i reguleringen av verdipapirfond å beskytte andelseierne, slik at sparing og investering gjennom fond kan være et egnet investeringsalternativ for ikke-profesjonelle investorer⁴⁵. Denne beskyttelsen ivaretas gjennom å 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.

Fondene varierer også når det gjelder hvilke typer *objekter* de investerer i. Verdipapirfond investerer (som navnet tilsier), kun i finansielle instrumenter eller bankinnskudd⁴⁶. Begrepet alternative investeringer brukes gjerne om investeringer i alle øvrige alternative objekter enn aksjer, obligasjoner og verdipapirer med likvide egenskaper. Ulike objekter er som regel forbundet med ulik risiko, noe vi skal komme tilbake til.

Innen finansielle instrumenter kan man investere i *egenkapital- eller fremmedkapitalinstrumenter*. Egenkapital omtales ofte som risikokapital, da dette er investeringer som vil stå bak andre kreditor krav i en konkurssituasjon. I tillegg kommer at avkastningen ved egenkapitalsinvesteringer som regel er avhengig av at selskapet man investerer i går med overskudd, går selskapet med betydelig overskudd kan avkastningen bli stor og vice versa. Fremmedkapital er derimot fellesbetegnelse på investeringer som forutsettes tilbakebetalt med renter som avkastning, hvilket typisk gjelder uavhengig av hvor godt investeringsobjektet går. Investor er således sikret en avkastning, men denne er typisk lav.

En investering kan videre skje i førstehåndsmarkedet eller annenhåndsmarkedet. Innen andrehåndsmarkedet går også et skille mellom de objektene som er tatt opp til notering på re-

⁴⁴ Prop. 149 L (2010-2011) s. 13.

⁴⁵ Se mer i punkt 4 om verdipapirfond.

⁴⁶ Se punkt 4.1.2.

gulert marked og de som ikke er det. Notering vil ofte sikre standardiserte og likvide andeler.

Ellers finnes det også flere ulike investeringsstrategier en forvalter kan benytte seg av som har evne til å øke eller redusere risiko og avkastning på porteføljen. Et eksempel på dette er handel med *derivater*. Et derivat er en avtale om en transaksjon som skal foretas på et framtidig tidspunkt, men hvor prisen og øvrige vilkår fastsettes på avtaletidspunktet. Transaksjonen knytter seg til et underliggende objekt og det er verdiutviklingen på dette objektet som avgjør derivatets avkastning. Derivater kan brukes til å sikre seg mot uønsket risiko, eksempelvis særlig definert risiko i en fondsportefølje. Derivater kan imidlertid også brukes i spekulasjonsøyemed⁴⁷. En annen investeringsstrategi er såkalt *gearing* som betyr lånefinansierer av en investering. Gearing gir investor større eksponeringsadgang, hvilket kan medføre høyere forholdsmessig gevinst i forhold til egen investert kapital, men også tap av mer kapital enn egen tilgjengelig kapital. Et siste eksempel er såkalt *shortsalg* som er betegnelsen som brukes når noen selger finansielle instrumenter de ikke eier på avtaletidspunktet. Selger må altså skaffe dette instrumentet før avtalt levering, og har følgelig risikoen for kursendringer mellom avtale- og leveringstidspunktet.

Typisk har investering i verdipapirfond lavere tilknyttet risiko, og egner seg dermed også for ikke-profesjonelle småsparere. Investering i AIF er typisk, men ikke nødvendigvis, tilknyttet høyere grad av risiko, og er således egne seg bedre for profesjonelle investorer.

2.2.4 Forholdet til øvrige investeringsinstrumenter

Som nevnt i forrige punkt vil en fondsinvesteringens godhet bero på den aktuelle investor.

⁴⁷ Se generelt om derivater i Myklebust s. 206 følgende.

Hvis man tar utgangspunkt i den typiske ikke-profesjonelle investor⁴⁸, er de vanligste investeringsalternativene: Bankinnskudd mot alminnelig innskuddsrente, investering i fast eiendom, aksjeinvesteringer, og pensjonssparing⁴⁹. Tradisjonelt har det vært vanlig å anse kjøp av andeler i verdipapirfond som et alternativ til annen sparing som er relativt likvid. Dette forutsetter imidlertid at innskudd i verdipapirfond også må ha likvide egenskaper, hvilket jeg kommer tilbake til.

Forbrukere har sjelden store mengder kapitaloverskudd, og den enkeltes investeringsvalg har derfor ofte stor betydning for investors egen økonomi. De potensielle konsekvensene av feilinvesteringer gjør at en forbruker typisk ikke er særlig risikovillig. I motsetning til alternativet bankinnskudd er sparing i fond ikke dekket av innskuddsgarantiordningen. For kapital innskutt i fond bevarer investor med andre ord risikoen, mens ved bankinnskudd flyttes denne over til banken/staten/banksikringsfondet. Fondsandelers verdi vil dessuten stige og synke med markedsutviklingen, mens bankinnskudd på sin side i større grad er markedsuavhengige⁵⁰.

I arbeidsgruppens rapport om gjennomføring av AIFMD ble det fremhevet at husholdningene i Norge de siste årene har hatt en inntektsvekst som har medført en generell velstandsøkning. Dette har igjen har medført økt overskuddskapital blant denne investorgruppen, noe som gjør det mer aktuelt for disse å investere i finansielle instrumenter og andre alternative investeringsprodukter som tradisjonelt er forbundet med høyere grad av risiko⁵¹.

I tillegg til de tradisjonelle sparealternativene har det kommet til nye alternative investeringsprodukter med mer kompliserte egenskaper⁵². Som et eksempel tilbys også obligasjo-

⁴⁸ Se punkt 2.2.3.

⁴⁹ Rapport om AIFMD s. 93.

⁵⁰ Denne avkastningen vil kunne avhenge av det generelle rentenivået.

⁵¹ Rapport om AIFMD punkt 15.

⁵² Se også om forekomsten av såkalte ”sitroner” på området for finansielle instrumenter i punkt 2.3.1.

ner med høy kredittisiko i dag til forbrukere. Produktene og markedet har samtidig blitt større, bredere og mer komplekst. Dette medfører at forbrukeren står overfor en rekke flere investeringsvalg enn tidligere. Dette krever skjerpet aktsomhet fra både tilbydere og etterspørrere, og transaksjonskostnadene forbundet med å treffe en informert investeringsbeslutning er blitt høyere⁵³.

For profesjonelle investorer er og har spekteret av investeringsprodukter lenge vært mye bredere og mer komplekst. Her har investor i større grad evne og vilje til å vurdere og monitorere investeringen aktivt selv. Alternativene for profesjonelle investorer i forhold til fondsinvestering knytter seg mulig primært til om de skal investere direkte i objektet, eller om kapitalplasseringen skal skje gjennom en fondskonstruksjon. Her vil alternativet til kollektiv porteføljeforvaltning typisk være aktiv forvaltning. Aktiv forvaltning er en kapitalforvaltningsavtale som har mange likhetstrekk med fondsforvaltning, men aktiv forvaltning skjer som regel på vegne av en enkeltinvestor. Aktiv forvaltning er også en konsesjonsbelagt tjeneste etter verdipapirhandelloven⁵⁴, hvor forvaltningen foretas for den enkelte investors regning. Skillet mellom fondsforvaltning og aktiv forvaltning er imidlertid at ved aktiv forvaltning er investor fortsatt formelt eier av kapitalen, mens ved fondsforvaltning er eierskapet indirekte gjennom ideell andel⁵⁵.

Etter AIFM-direktivet kan forvaltere med tillatelse i en EØS-stat kunne markedsføre sine alternative investeringsfond til profesjonelle investorer i hele EØS-området. Direktivet tilkjenner de enkelte medlemslandene et handlingsrom i spørsmålet om alternative investeringsfond skal kunne markedsføres til ikke profesjonelle investorer⁵⁶.

⁵³ Rapport om AIFMD s. 93.

⁵⁴ Verdipapirhandelloven § 9-1.

⁵⁵ Hammerich og Svendsby punkt 1.1.2.

⁵⁶ Se punkt 6.2.1.

2.3 Særlig om hensyn bak reguleringen

Som vi har sett kan fond bidra til oppfyllelse av de overordnede formål på finansområdet. Gjennom sin allokeringfunksjon og risikohåndtering spiller finansområdet en stor rolle for nær sagt all annen økonomisk aktivitet. En viktig forutsetning er imidlertid at både markeder og institusjoner fungerer etter sin hensikt. I motsatt fall kan det inntreffe store skadevirkninger. Av betydning for reguleringen som gjelder kapitalforvaltning av fond er det fra regulators hold⁵⁷ særlig fremhevet to ”problemer” man søker å forhindre at oppstår. Det ene knytter seg til hensynet til investorene, og det andre til hensynet til markedet som helhet. Vi skal i det følgende se nærmere på disse to:

2.3.1 Hensynet til investorene: Om informasjonsasymmetri

Informasjonsasymmetri er et problemkompleks som er utførlig diskutert og beskrevet i økonomisk teori. Problemet betegner tilfelle hvor to parter i en transaksjon ikke har samme grad av nødvendig informasjon, slik at de ikke er likestilt i forhold til å vurdere investeringens godhet. Ved til fondsinvesteringer kan dette utspille seg på flere måter:

For det første kan det medføre et såkalt ”ugunstig utvalg”⁵⁸, også omtalt som ”sitronproblemet”⁵⁹. Man står da overfor et tilfelle hvor investor ikke har evner eller ressurser til å vurdere investeringsobjektet eller det tilhørende markedets egenskaper. Han har da heller ikke mulighet til å fastslå investeringsobjektets nøyaktige verdi, eller vurdere egen betalingsvillighet. Dette gjør at han ikke selv klarer å skille mellom gode og dårligere investeringer. Dersom man forutsetter at dette objektet selges i et fungerende marked er investor henvist til gjennomsnittpris som sikreste(og mulig eneste) referanse, uten anledning til å vurdere om denne prisen er representativ for den konkrete investeringen eller om den avviker fra gjennomsnittsprisen. For en såkalt sitronselger vil dette være en fordel: Gjennomsnittlig pris vil typisk være høyere enn hva investoren ville vært villig til å betale dersom

⁵⁷ De nærmere referanser for dette vil angis løpende.

⁵⁸ På engelsk omtalt som ”adverse selection”.

⁵⁹ Uttrykket sitron brukes ofte om en investering som av ulike årsaker viser seg å være en skuffelse.

han var klar over at investeringen var en såkalt sitron. Dette er også en ulempe for selgeren av et investeringsobjekt som avviker fra gjennomsnittet i positiv retning: Den beste prisen han kan forvente er stadig ikke høyere enn gjennomsnittlig pris ettersom investoren ikke er i stand til å vurdere objektets nøyaktige verdi. I tillegg kommer investors erkjennelse av at han kan treffe på mulige "sitroner" ved å investere, hvilket kan gjøre at de mest risikoaverse avstår fra å investere overhodet, selv om man er klar over at man da også går glipp av de gode investeringene.

Finansmarkedet generelt har ofte investeringsprodukter som er sammensatte, komplekse og følgelig mer krevende for investor å vurdere. I tillegg kommer det at en fondsinvestering representerer en andel av en sammensatt portefølje, og ikke bare en enkelt investering. Som investor befinner man seg dermed fort i den situasjon at man selv ikke klarer å vurdere om investeringsobjektet samstemmer med egne preferanser, slik at investor i høy grad er prisgitt agentens vurdering. Prinsipal-agent problemer kan altså lett oppstå ved fondsinvestering, hvilket er bakgrunnen for en stor del av reguleringen på fondsområdet.

Etter gjennomført transaksjon kan en annen variant av problemet oppstå: For investor vil dette være om mottakeren av pengene (forvalteren/agenten) oppfører seg i tråd med forutsetningene. Dersom agenten har insentiver til å forfølge sine egne interesser snarere enn å ivareta prinsipalens (investors) interesser, kan et informasjonsovertak benyttes til å forfølge disse interessene. Dette kan som ved ugunstig utvalg i verste fall føre til at potensielle investorer avstår fra å investere overhodet, på tross av vissheten om at de da også avstår fra gode investeringer.

Sett i sammenheng til finansmarkedet for øvrig vil problemer som følge av informasjonsasymmetri kunne hindre at verdipapirmarkedet ikke fungerer etter sitt formål. Dersom aktørene ikke har tillit til at markedet fungerer på en god måte og i tråd med forutsetningene, vil dette svekke markedet som kapitalkilde for de ulike aktørene med kapitalbehov. Ved reguleringen har man derfor søkt å forhindre slike problemer. Forarbeidene til verdipapirloven angir at beskyttelse av andelseierne er et viktig hensyn i reguleringen av verdipapir-

fond⁶⁰, slik at sparing og investering gjennom fond kan være et egnet alternativ særlig for forbrukere og andre ikke-profesjonelle investorer. En viktig side av investorbeskyttelsen fremhevet i forarbeidene til verdipapirfondloven er at det skal foreligge riktig og forståelig informasjon om det enkelte verdipapirfond som investorer skal ha tilgang til.⁶¹ En vurdering av investorenes antatte kunnskapsnivå vil her være essensielt. Videre er krav om betryggende risikospredning i tråd med forutsetningene innen de verdipapirer og markeder fondet investerer i, og riktig verdsettelse av fondsandeler øvrige sider av investorbeskyttelsen som er fremhevet. I punkt 4 følgende skal vi se hvilke konkrete regler disse hensynene har gitt seg utslag i. Dette er blant annet noe av årsaken til at det hittil kun har vært anledning til å tilby andeler i spesialfond til profesjonelle investorer.⁶²

2.3.2 Hensynet til markedet: Om systemrisiko og markedsuro

Systemrisiko er et begrep som betegner risikoen for at problemer i en del av et system har smitteeffekt til andre deler av systemet, hvilket igjen kan medføre kjedereaksjoner slik at hele det finansielle system rammes av systemkrise. Det at finansområdet er så vevet inn i all annen økonomisk aktivitet gjør at en krise i det finansielle system vil kunne ha ringvirkninger langt utenfor egen sektor. Et eksempel på dette så vi under forrige finanskriser. Behovet for å forhindre systemrisiko og sikre stabilitet på finansområdet er dermed enda større enn på andre områder. Dette gjelder da også for fond. Finanstilsynets arbeidsgruppe avga eksempelvis i sin rapport om AIFMD følgende uttalelse, som ble gjentatt i lovproposisjonen:

”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 forvaltere kan bidra til å spre eller øke risikoen i finansmarkedene. Enkelte

⁶⁰ Prop 149 L (2010-2011) s. 15.

⁶¹ Prop 149 L (2010-2011) s. 12-15.

⁶² Prop 149 L (2010-2011) s. 12 pkt 2.1.1.

*av de strategier som benyttes er utsatt i vanskelige tider og kan innebære betydelig risiko for både investorer, andre markedsaktører og markedene.”*⁶³

Dette gjelder særlig dersom disse blir av en slik størrelse at de potensielt blir ”too big to fail”. Dette er ikke unikt for fond, men det gjelder generelt at det ikke er ønskelig at noen institusjoner blir av en slik størrelse at man ikke kan tillate det å feile på grunn av mulige ringvirkninger i systemet. Et selskaps egen visshet om at det er ”too big too fail” kan og medføre at selskapet selv tar for stor risiko, hvilket man så eksempler på under den seneste internasjonale finanskrisen.

3 Regelverkens virkeområde, og enkelte grensetilfeller

Et av hovedtemaene for oppgaven er de ulike regelverkens virkeområde, og den nærmere grenseoppdragningen. Hvilket regelverk som kommer til anvendelse er som nevnt helt avgjørende ved fastleggelsen av fondsforvalterens handlingsrom ved porteføljeforvaltningen.

Ved behandlingen av reglene om kapitalforvaltning i kapittel 5-7 nedenfor har jeg funnet det hensiktsmessig å dele inn i grupper etter tilhørende regelverk: Den første gruppen er verdipapirfond som tilfredsstillter kravene i EUs UCITS-direktiv(kapittel 5). Den andre gruppen består av de øvrige verdipapirfond, også kalt nasjonale fond, som faller innenfor verdipapirfondlovens virkeområde men som ikke tilfredsstillter kravene til UCITS-direktivet(kapittel 6)⁶⁴. Disse vil imidlertid omfattes av regulering som følge av den kommende implementeringen av AIFMD. Den tredje og siste gruppen består av de såkalte alternative investeringsfondene, som kun faller inn under AIFMD og ikke verdipapirfondloven(kapittel 7). Jeg følger den samme rekkefølgen i gjennomgangen av reglenes virkeområde her i kapittel 3.

⁶³ Rapport om gjennomføring av AIFMD i norsk rett 2013 s. 7, Prop 77 L (2013-2014) s.9.

⁶⁴ Se imidlertid om unntaksadgang som omtalt i punkt 1.4.3.

3.1 Verdipapirfond

Verdipapirfond er en samlebetegnelse på fondskonstruksjoner som reguleres av verdipapirfondloven⁶⁵. Som andre fondsstrukturer er verdipapirfond en kollektiv investeringsform med profesjonell forvaltning. Reguleringen har lagt opp til at dette skal være en type fond som særskilt skal legge opp til å være en gunstig investeringsform for andelseierne som typisk er ikke-profesjonelle investorer med lavt kunnskapsnivå⁶⁶. Reguleringen har som nevnt særlig tatt hensyn til denne antagelsen.

3.1.1 Organisering av verdipapirfond

Verdipapirfondloven § 1-1 gir:

”Loven gjelder for verdipapirfond, forvaltningen av verdipapirfond og øvrig virksomhet som drives av forvaltningsselskap etter denne lov”.

Et verdipapirfond som sådan er en selvstendig formuesmasse og eget rettssubjekt, men heller ikke mer enn det. Med dette menes at fondet ikke har egne selskapsorganer eller ansatte, og det utfører heller ikke noen aktive funksjoner selv. Konstruksjonen for verdipapirfond er etter loven en firedeling mellom andelseiere, fondet, forvaltningsselskapet og depotmottaker. Denne funksjonsfordelingen bygger på delingen anbefalt i retningslinjer fra Europarådet og OECD⁶⁷.

De aktive funksjonene er fordelt mellom fondsforvaltningsselskap og depotmottaker. Kapitalforvaltningen utføres av forvaltningsselskapet, som for verdipapirfond alltid er organisert eksternt. Dette selskapet utfører også de fleste øvrige nødvendige funksjonene, herunder tar initiativ til opprettelse av fondet, og velger depotmottaker for fondet⁶⁸. Depotmottaker er et

⁶⁶ Kredittilsynets høringsbrev 2004 s. 11 .

⁶⁷ Ot.prp.nr.68 (1980-81) pkt 4.3.

⁶⁸ Myklebust s. 200-202.

foretak som oppbevarer verdiene som inngår i et verdipapirfond, og holder dermed fondets formuesmasse adskilt fra fondsforvaltningsselskapets. Det mottar innbetalinger og forestår utbetalinger for fondets regning, og fører formell kontroll over forvaltningsselskapets disposisjoner på vegne av fondet.⁶⁹ Forvaltningsselskap for verdipapirfond må være organisert som aksjeselskap eller allmennaksjeselskap og krever tillatelse til å drive verdipapirfondsforvaltning etter verdipapirfondsloven § 2-1. Forvalteren investerer fondets midler i nærmere bestemte finansielle instrumenter⁷⁰.

Hvilken type verdipapirfond en potensiell andelseier velger å investere i vil i stor grad avhenge av hvor lenge han ønsker å investere pengene, men også hvilken risiko han ønsker å utsette investeringen for⁷¹. Forvaltningsselskap, depotmottaker og verdipapirfond som sådan er alle gjenstand for gjennomgående offentlig regulering og tilsyn. I verdipapirfondloven med tilhørende forskrifter stilles det utfyllende krav til verdipapirfondsforvaltningen og organiseringen av denne, herunder begrensninger av investeringsområde, krav til likviditet og risikospredning. Begrunnelsen for den omfattende reguleringen er som nevnt i stor grad at investering i verdipapirfond skal være et kurant og trygt investeringsalternativ for ikke-profesjonelle.

3.1.2 Definisjonen

Verdipapirfond er i verdipapirfondloven § 1-2(1) definert som 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 innskudd i kredittinstitusjon.”

⁶⁹ Prop. 149 L (2010-2011) s.12.

⁷⁰ Se punkt 4.1.2.

⁷¹ Se nærmere om de ulike typene verdipapirfond i punkt 3.1.3.

Bestemmelsen oppstiller fem kumulative vilkår. Fondet må for det første være en ”selvstendig formuesmasse”, det vil si midler som er adskilt fra investorenes øvrige eiendeler. Denne formuesmassen må ha oppstått ved ”kapitalinnskudd” til bytte mot eierskap i ”andeler” i fondet. Denne muligheten må videre ha vært åpen for en ”ubestemt krets av personer”. Endelig oppstiller det siste vilkåret begrensninger for fondets investeringsalternativer ved at fondets midler for det vesentlige må investeres i finansielle instrumenter og/eller innskudd i kredittinstitusjon⁷².

Betegnelsen er en legaldefinisjon, og er dermed forbeholdt de fond som tilfredsstillter lovens krav. Eneretten til bruk av betegnelsen fremgår av verdipapirfondloven § 4-3. Dersom en konstruksjon faller inn under definisjonen, er lovens regler preseptoriske, slik at alle kollektive investeringsformer som tilfredsstillter lovens vilkår anses å være verdipapirfond⁷³. Slike konstruksjoner har dermed en plikt til å innrette seg etter organisasjonsformen og de øvrige rammene loven legger opp til av plikter og begrensninger. Ved avgjørelsen om et konkret fond oppfyller definisjonens vilkår, har både praksis fra Finanstilsynet⁷⁴ og teori⁷⁵ lagt til grunn at det avgjørende ikke er en formell, men en konkret vurdering av de enkelte vilkår. Investorene står med andre ord ikke fritt til å velge organisasjonsform for fondet. De vilkår som følger av definisjonen er dermed helt avgjørende for forvalterens plasseringsmuligheter.⁷⁶

⁷² For en dypere innføring i hva som ligger i de ulike vilkårene vises til artikkel av Filip Truyen: Truyen (2007) s. 292-330.

⁷³ Prop.149L(2010-2011) pkt. 6.11.5.3.

⁷⁴ Finanstilsynets vedtak av 13. mai 2002, og i saken om Geminy Forvaltning AS fra Oslo tingrett 31. mars 2004 gjaldt konstruksjoner organisert som aksjeselskap men tilsynet og domstolen fant at disse måtte anses å falle under verdipapirfondlovens virkeområde og dermed måtte tilfredstille dens krav.

⁷⁵ Filip Truyen (2007) s. 313-314.

⁷⁶ Nærmere om dette i kapittel 5.

Det kan imidlertid spørres om disse vilkårene er uttømmende, særlig om innløsningsrett for investor må anses som et tilleggsvilkår. Jeg behandler spørsmålet i et eget punkt i 3.1.4, men for forståelsens skyld ser vi først på de ulike typer verdipapirfond.

3.1.3 Ulike typer verdipapirfond

3.1.3.1 UCITS-fond

Et UCITS er i verdipapirfondloven § 1-2 nr. 4 definert som et:

”Verdipapirfond som følger reglene i kapittel 6 eller tilsvarende bestemmelser i direktiv 2009/65/EF og som er etablert i en EØS-stat.”

Innen UCITS-fond finnes det flere ulike typer som ikke fremgår av loven, men defineres ut i fra hvilket finansielt instrument fondet hovedsakelig investerer i. Verdipapirfondenes forening klassifiserer inndelingen av verdipapirfond i fire typer basert på investeringsobjekt⁷⁷: Aksjefond, obligasjonsfond, kombinasjonsfond eller pengemarkedsfond, med videre underoppdelinger. Sondringen har ingen tilknyttede rettsvirkninger, men er kun avgjørende for hvilken type fond som passer til investors preferanser. Vurderingen av hvilken fondstype som passer for investor foretas etter hvor lang tidshorison han eller hun har på sparingen, hvor store verdisvingninger han kan leve med underveis og hva som er alternativet⁷⁸. Noe forenklet kan man si at risiko og forventet avkastning stiger med andelen av aksjer et verdipapirfond har investert i. Aksjefond og kombinasjonsfond regnes dermed som de fondstypene med høyest risiko. Risiko og forventet avkastning avhenger også imidlertid med øvrige faktorer, blant annet hvilke markeder verdipapirfondet investerer i, og valutarisikoen i fondet.⁷⁹

⁷⁷ <http://www.vff.no>.

⁷⁸ <http://www.altomfond.no/?module=Articles;action=ArticleFolder.publicOpenFolder;ID=88>.

⁷⁹ Prop 149 L (2010-2011) pkt. 2.1.2.

3.1.3.2 Nasjonale fond

Verdipapirfondloven bygger som nevnt på kravene i UCITS-direktivet. Et viktig formål med UCITS-direktivet er at godkjente UCITS-fond skal kunne markedsføres i andre EØS-land uten at det kreves noen særskilt tillatelse for markedsføring i det enkelte land⁸⁰. Dette er som nevnt ikke til hinder for at medlemslandene tillater fondskonstruksjoner som avviker fra reglene i direktivet, men følgen er at disse ikke kan markedsføres etter ”single passport” reglene i EØS.

Nasjonale fond er i loven definert som verdipapirfond som følger reglene i kapittel 7⁸¹. Dette er verdipapirfond som er godkjent i henhold verdipapirfondloven, men som ikke tilfredsstiller kravene i EUs UCITS-direktiv. De omtales også som ”ikke-UCITS-fond”. Slike fond fraviker én eller flere av hovedreglene i nasjonalt regelverk som gjennomfører UCITS-direktivet, for eksempel når det gjelder krav til risikospredning⁸².

Spesialfond er i loven angitt som verdipapirfond som følger reglene i §§ 7-2 til 7-7⁸³ og er dermed en fellesbetegnelse for en type nasjonale fond som er unntatt fra disse nærmere angitte bestemmelser. Spesialfond er en regulert form av et såkalt ”hedgefond⁸⁴”. Dette er fond som kan bruke teknikker som lånefinansiering og ulike derivater til enten å øke eller dempe risikoen ved fondets portefølje. Hedgefond som er etablert i Norge og organisert som verdipapirfond må følge reglene i verdipapirfondloven om spesialfond. Andre hedgefond, som eksempelvis er organisert etter selskapslovgivningen, er ikke underlagt verdipapirfondloven. Om et hedgefond er et verdipapirfond eller et alternativt investeringsfond vil måtte avgjøres av om det faller innenfor definisjonen for verdipapirfond eller ikke. Noe av vurderingen vil, som vi skal se i neste punkt, være om fondet er et såkalt ”open-ended”

⁸⁰ Prop 149 L (2010-2011) s. 15.

⁸¹ Verdipapirfondloven § 1-2 nr. 5.

⁸² Se mer i punkt 5.

⁸³ Verdipapirfondloven §§ 1-2 nr.6 jf. 7-2.

⁸⁴ Se nærmere om hedgefond i punkt 3.2.2.2.

fond eller ikke⁸⁵. I det følgende kommer spesialfond til å bli benyttet som betegnelse for hedgefond som er underlagt verdipapirfondloven, mens betegnelsen hedgefond er forbeholdt de som faller utenfor.

Nasjonale fond og spesialfond reguleres på nåværende tidspunkt av verdipapirfondloven, men vil som sagt også falle inn under virkeområdet til AIFMD når dette blir ferdig implementert⁸⁶.

3.1.4 Innløsnings- og tegningsrett som tilleggsvilkår for verdipapirfonddefinisjonen

Begrepet innløsningsrett brukes om andelseiers adgang til å kunne få sin fondsandel innløst i bytte mot kontanter. Begrepet tegningsrett brukes om adgangen til å kunne tegne seg for nye andeler i fondet.

Det har vært noe diskutert om innløsningsrett skal anses som et ytterligere vilkår for at en kollektiv investering skal betraktes som et verdipapirfond i tillegg til de vilkår som fremgår uttrykkelig av loven⁸⁷. Som vi så i punkt 3.1.2 inneholdt lovens legaldefinisjon fem kumulative vilkår som må være oppfylt, hvor innløsningsrett ikke var en av disse. Det følger imidlertid av andre bestemmelser, som verdipapirfondlovens §§ 4-9(1) og 4-12(1) at et verdipapirfond som hovedregel må være åpent for innløsning og tegning minst to ganger i måneden. Det kan dermed spørres om innløsnings- og tegningsrett skal betraktes som et tilleggsvilkår for overhodet kunne anses å være et verdipapirfond i lovens forstand. Alternativet er å betrakte innløsningsrett som en preseptorisk følge, og dermed en pliktig innrettelsesmåte, for de konstruksjoner som oppfyller de omtalte vilkårene i lovens § 1-2(1).

Etter UCITS-direktivet, som loven bygger på, er innløsningsrett inntatt som et vilkår ved definisjonen av verdipapirfond i artikkel 1 nr. 2 litra b. I tillegg følger det eksplisitt av art. 3

⁸⁵ Om innløsningsrett som tilleggsvilkår se punkt 3.1.4.

⁸⁶ Se omtalen i punkt 1.4.3.

⁸⁷ Se blant annet Truyen s. 271 – 273.

bokstav a) at lukkede ("closed-ended") kollektive investeringsforetak ikke skal være omfattet av direktivet. Direktivet tillater derimot som nevnt at det etableres nasjonale verdipapirfond som følger andre regler, men slik at disse ikke skal betraktes som et UCITS-fond.

Tradisjonelt er innløsningsrett blitt fremhevet som et grunnleggende særtrekk ved verdipapirfond sammenlignet med andre selskapsstrukturer⁸⁸. Kjernen i innløsningsretten kan oppsummeres som en ubetinget rett til kontant utbetaling fra fondet som skjer etter verdsettelse av fondets underliggende verdier ved en løpende kursfastsettelse⁸⁹. Finansdepartementet uttalte i forarbeidene til endring av forrige verdipapirfondlov at det er en generell oppfatning at verdipapirfondsbegrepet bør forbeholdes strukturer hvor andelseierne har en viss rett til innløsning av sine fondsandeler. Departementet pekte på at dette må ses i sammenheng med at investering i slikt fond skal være et alternativ til annen sparing, hvor likviditet er en forutsetning. Likviditet av fondsinvesteringene bidrar til å kunne etablere et konkurransedyktig alternativ til sparing i finansinstitusjon. Innløsningsretten ble også fremhevet som konkurransefremmede innad i fondsmarkedet, fordi det gjør det mulig for andelseierne å innløse investeringen for å plassere den i et annet fond og dermed uttrykke eventuell misnøye ved fondets resultater.⁹⁰

Ved en åpen innløsningsrett vil kapitalmassen i verdipapirfond være flytende på den måten at fondet til enhver tid står ovenfor potensielle innløsningskrav. Dette var bakgrunnen for at verdipapirfond tradisjonelt var henvist til bare å kunne investere i likvide instrumenter⁹¹. Etter hvert oppstod imidlertid adgangen til å begrense innløsningsadgangen. Dette på bakgrunn av at det ble åpnet for at spesialfond kunne benytte seg av investeringsstrategier og investeringsunivers som omfattet mindre likvide posisjoner. Ved innføringen av denne adgangen for spesialfond ble det i forarbeidene fremhevet at dersom et fond velger å investere

⁸⁸ Ot. prp. nr. 36 (2007-2008) punkt 10.4.

⁸⁹ Truyen s 315-317.

⁹⁰ Ot. prp. nr. 36 (2007-2008) s. 40.

⁹¹ Ot. prp. nr. 36 (2007-2008) punkt 10.4.

tungt i slike lite likvide posisjoner, vil en hyppig innløsningsadgang kreve at det avsettes likvide midler som kan dekke slike potensielle krav. Motsetningsvis vil man måtte realisere verdier med lav likviditet, og da i verste fall risikere et stort tap for den investor som krever seg innløst. En avsetning av likvide midler vil også begrense muligheten til å benytte fondets midler til å ta posisjoner i mindre likvide finansielle instrumenter, og dermed avspise en mulig gevinst av slik investering. Som følge av dette oppstod det et fleksibilitetsbehov med tanke på innløsningsadgangen. Gjennom at fondet kan begrense denne vil en slik likviditetsrisiko "fryses" frem til fondet igjen åpnes for innløsning, og dermed avhjelpe dette problemet.⁹²

Spesialfond er etter loven gitt en særlig adgang til å gjennom vedtektene begrense innløsningsretten ned til én gang i året, i tillegg er Finanstilsynet gitt adgang til å gi ytterligere dispensasjon fra dette.⁹³ Det følger imidlertid av forarbeidene til verdipapirfondloven at denne dispensasjonsadgangen ikke strekker seg så langt at man kan tillate at et verdipapirfond innrettes helt uten innløsningsrett for andelseierne⁹⁴. Strukturer for fellesinvesteringer i finansielle instrumenter som er helt lukket er henvist til å etableres ved bruk av en annen selskapsform enn verdipapirfondsstrukturen. De stiller dermed på lik linje med øvrige alternative investeringsfond, som har andre investeringsobjekter enn finansielle instrumenter. Det oppfordres også til dette i forarbeidene til endringslov av verdipapirfondloven av 1981⁹⁵:

"Dersom virksomheten forutsetter at kapital bindes på ubestemt tid eller i en meget lang periode, vil den alminnelige sammenslutningsretten etter departementets vurdering gi en mer adekvat ramme for virksomheten enn verdipapirfondloven."

⁹² Ot. prp. nr. 36 (2007-2008) s. 40.

⁹³ Verdipapirfondloven § 7-5.

⁹⁴ Prop 149 L (2010-2011) s. 120.

⁹⁵ Ot.prp.nr.36(2007-2008)s.46.

Under behandlingen av den nye loven tok også av advokatforeningen til orde for at fond som ikke gir andelseierne noen form for innløsningsrett burde kunne anses som verdipapirfond i forhold til verdipapirfondloven, og at dette skulle nedfelles i lovens legaldefinisjon. Dette forslaget ble ikke tatt til følge:

”..fremgår at departementet ikke støtter forslaget fra arbeidsgruppen om at også verdipapirfond som ikke har innløsningsrett skal kunne anses som verdipapirfond. På denne bakgrunn blir det ikke like sentralt å klargjøre i definisjonen av verdipapirfond at verdipapirfond med ”løpende rett til innløsning” er obligatorisk regulert av loven. Når det gjelder spørsmålet om ”rett til innløsning” bør tas inn i definisjonen av verdipapirfond, viser departementet for øvrig til at etter UCITS-direktivet er utgangspunktet å regulere hvilke verdipapirfond som har rett til å benytte betegnelsen/merkenavnet UCITS. Dermed er det naturlig at andelseiernes rett til innløsning følger direkte av definisjonen av et UCITS. Verdipapirfondloven regulerer vilkårene for å organisere en kollektiv investering som et verdipapirfond, men fastslår i tillegg at visse kollektive investeringer plikter å være organisert som et verdipapirfond og følge lovens regler, bl.a. om andelseieres innløsningsrett.”⁹⁶ (min understreking)

Som departementet bemerker er UCITS et direktiv som fastsetter vilkår som må være oppfylt for at man skal ha rettigheter etter direktivet, og følgelig ”markedsadgang” i EØS. Verdipapirfondloven har imidlertid som nevnt en ytterligere dimensjon⁹⁷, ved at den pålegger plikter for alle kollektive investeringer som faller inn under definisjonen. Etter min mening taler dette også for at om innløsningsrett er et vilkår etter definisjonen kan være forskjellig ved direktivet og loven.

De alternativene tolkningene var å enten betrakte innløsningsretten som en pliktig følge hvis et fond faller inn under definisjonen av verdipapirfond, eller et vilkår for å i det hele

⁹⁶ Prop 149 L (2010-2011) s. 26-27.

⁹⁷ Se punkt 3.1.2.

tatt omfattes av definisjonen. Dersom man legger til grunn at innløsningsrett er en pliktig følge, vil dette eksempelvis medføre et skille mellom hedgefond som ”for det vesentlige består av finansielle objekter⁹⁸” og andre alternative investeringsfond med andre investeringsobjekt. Hedgefond vil da være pliktig til å ha innløsningsadgang for investorene i fondet, og innrette seg etter de øvrige reglene i verdipapirfondloven, mens dette ikke vil være tilfelle for andre fond som i utgangspunktet kun vil kunne skilles ad ved at de har andre investeringsobjekter i sitt mandat.

Etter dette vil grensen for hva som er et hedgefond eller spesialfond, og dermed om det er verdipapirloven som er rammeverk eller ikke, typisk vurderes ut i fra om fondet må anses som lukket eller åpent. Lukkede fond som ellers oppfyller vilkårene til verdipapirfondsdefinisjonen må etter dette anses å være et alternativt investeringsfond.

Alternativt vil det kunne være avgjørende for skillet om fondet ikke tilfredsstillt kravet om tegningsrett for ”en ubestemt krets av personer”, og da motsetningsvis kun er åpent for tegning for en bestemt krets av personer. Slike fond omtales gjerne som private fond. Salg av slike fondsandeler kan imidlertid utløse andre offentligrettslige krav som eksempelvis prospektplikt ved salg av omsettelige verdipapirer dersom de ikke er solgt på en ”private placement” basis i Norge (som definert i prospektdirektivet).⁹⁹

3.2 Alternativt investeringsfond

Såkalte alternative investeringsfond har tidligere ikke vært underlagt noen spesiell regulering, men det er som nevnt lagt frem lovproposisjon for å gjennomføre AIFMD som egen lov i norsk rett¹⁰⁰.

⁹⁸ Henvisning til vilkårene for verdipapirfondlov se punkt 3.1.2.

⁹⁹ European lawyer reference - Investment funds 2012 s.356.

¹⁰⁰ Punkt 1.3.2.

Forløperen til direktivet var blant annet erfaringer gjort under den siste internasjonale finanskrise som viste at forvalterne av alternative investeringsfond kan bidra til å spre eller øke risikoen i finansmarkedene¹⁰¹. Hensynet til faren for systemrisiko har dermed særlig begrunnet reguleringsarbeidet. Det ble videre som en begrunnelse for å innføre en samordnet regulering fremhevet at finansmarkedene er internasjonale og risikoen knyttet til de alternative investeringsfondene er vanskelig å håndtere uten samordnede nasjonale tiltak.¹⁰² Som vi skal se, er de alternative investeringsfondene i mye større grad en heterogen masse enn verdipapirfond. Dette skaper et større behov for fleksibilitet og gjør en sammenfallende regulering mindre selvfølgelig for denne type fondsstruktur.

3.2.1 Definisjonen

Det finnes i gjeldende regulering ingen entydig rettslig definisjon av de ulike fondskategoriene. Ved gjennomføringen av AIFMD er det imidlertid lagt opp til at ”alternativt investeringsfond” skal være et sentralt rettslig koblingsbegrep, på den måten at regelverket som utgangspunkt skal gjelde for alle konstruksjoner som faller inn under definisjonen.¹⁰³ På samme måte som for verdipapirfond blir da definisjonen av fondet som sådan helt avgjørende for regelverkets virkeområde.

AIFMD artikkel 4 (1)(a) definerer et Alternativt Investerings Fond (AIF) som:

”AIF” 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*

¹⁰¹ Rapport om AIFMD s. 7.

¹⁰² Rapport om AIFMD s. 7.

¹⁰³ Lovutkastet til arbeidsgruppen § 1-2.

Departementet foreslo i sitt lovutkast § 1-2 a en definisjon av alternative investeringsfond helt i tråd med direktivets¹⁰⁴:

”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 som investorene, som ikke er et UCITS, jf. verdipapirfondloven § 1-2 første ledd nr. 4.”

Som det følger av det ovenstående er det lagt opp til en vid definisjon. Alternative investeringsfond vil altså forenklet kunne beskrives som enhver form for kollektiv investering som ikke er et UCITS-fond¹⁰⁵. Ettersom UCITS-direktivet er gjennomført i verdipapirfondloven vil fond som faller utenfor verdipapirfondlovens definisjon av verdipapirfond, eller faller innenfor verdipapirfondsdefinisjonen men ikke tilfredsstillter UCITS-kraven, være alternative investeringsfond. Det siste alternativet er som nevnt tilfelle for nasjonale fond og spesialfond. Betegnelsen er med andre ord negativt avgrenset, hvilket betyr at den:

”..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.”¹⁰⁶

Vilkårene i definisjonen er kumulative, slik at et foretak som ikke fyller alle vilkår faller utenfor virkeområdet¹⁰⁷. Ved den konkrete vurderingen av hva som etter direktivets definisjon skal regnes som et AIF har ESMA¹⁰⁸ fastsatt noen retningslinjer¹⁰⁹. I henhold til disse

¹⁰⁴ Lovutkast i Prop.L.77(2013-2014) § 1-2 a.

¹⁰⁵ UCITS fond: verdipapirfond etablert i en EØS-stat og følger reglene i direktiv 2009/65/EF. se punkt 3.1.3.1.

¹⁰⁶ Rapport om gjennomføring av AIFMD – punkt 1.3.

¹⁰⁷ ESMA/2013/600 s.7.

¹⁰⁸ European Securities and Markets Authority.

¹⁰⁹ AIFMD ESMA/2012/845 og ESMA/2013/600.

vil det avgjørende for om et foretak etter direktivet må betraktes som et AIF vurderes etter følgende momenter, som til en viss grad overlapper hverandre:

1) Det må være "et foretak for kollektive investeringer".

Direktivets siktemål er hovedsakelig å regulere foretak som i første rekke har som formål å drive investeringsaktivitet. Det vil si aktivitet hvor man gjerne benytter seg av ulike finansielle investeringsstrukturer for å generere avkastning. Direktivet ønsker dermed å avgrense mot foretak som primært har et tradisjonelt kommersielt eller industrielt formål¹¹⁰. Med andre ord foretak som mer ligner et alminnelig kommersielt sameie. Retningslinjene nevner i denne forbindelse at dersom investorene som en kollektiv gruppe kan betraktes å være kontrollerende aksjonærer, typisk med en "day-to-day discretion" over fondet. Dette i motsetning til å være fond med klassisk rene investorer¹¹¹.

2) Foretaket reiser kapital med sikte på å investere den i samsvar med en angitt investeringspolitikk¹¹²

I motsetning til verdipapirfond er det ikke avgjørende om tegning- eller innløsning kan foretas løpende, eller om kapital kun kan reises på et særlig angitt tidspunkt.

I forhold til at foretaket må investere kapitalen i samsvar med en angitt investeringspolitikk, vil grensen mot foretak med generelt kommersielt eller industrielt formål også her gi veiledning. Av nærmere punkter nevner retningslinjene at om investeringspolitikken er skjønnsmessig, i motsetning til konkret og forhåndsfastsatt, så taler dette for at foretaket er et AIF.

¹¹⁰ ESMA/2013/600 s. 16-17.

¹¹¹ ESMA/2013/600 s.10 flg.

¹¹² ESMA/2013/600 s.10 flg.

Avkastningen som skapes må overfor investorene være en såkalt ”pooled return”, og genereres av den samlede risiko fondet har knyttet til sine investeringer.

3) *Fra en rekke investorer*

Retningslinjene gir at mer enn én investor er tilstrekkelig, men i motsetning til verdipapirfond kan det her dreie seg om en snever krets.

I lovproposisjonen viste flere av høringsinstansene til at såkalte prosjektfinansiering/single asset-selskaper mv. har særlige egnetheter som vil kunne være avgjørende for om investeringsstrukturene omfattes av definisjonen. Departementet stilte seg imidlertid negativ til en slik generell avgrensning. Det ble vist til at AIFMD i stor grad er et fullharmoniseringsdirektiv, og at det dermed ikke burde gis egne interne regler som fraviker fra fremtidige EØS-forpliktelser. Etter departementets oppfatning vil avgjørelsen om et selskap faller innenfor eller utenfor lovens virkeområde måtte fastsettes etter en konkret vurdering. Her ble det særlig vist til at å her følge ESMA's retningslinjer vil være en lojal tilnærming, og ha stor betydning for rettshomogeniteten i EØS-området¹¹³.

Jeg vil i punkt 3.2.4 komme tilbake til noen konkrete avgrensninger ved definisjonen, men for forståelsens skyld finner jeg det fornuftig å først se på noen investeringsstrukturer som typisk vil omfattes av definisjonen.

3.2.2 Ulike typer alternative investeringsfond

Fremstillingen tar ikke sikte på å behandle hvilke ulike typer fond som kan falle under definisjonen i sin fulle bredde. Forskjellen eller betegnelsen mellom disse undergruppene har i seg selv ingen rettsvirkninger. Gjennomgangen er ment som en illustrasjon og bakteppe for den videre gjennomgang av regelverket, særlig for drøftelsen om avgrensninger i definisjonen i punkt 3.2.4.

¹¹³ Prop.77.L(2013-2014)s.22.

3.2.2.1 Private equity – aktive eierfond¹¹⁴

Begrepet private equity-fond benyttes om en type investeringsfond som bruker en såkalt ”private equity”-strategi. En private equity-strategi går ut på at fondene investerer fondskapitalen i selskaper, kalt porteføljeselskaper, med tanke på å eie disse i en begrenset tidsperiode. Målet er å forbedre samtlige sider av porteføljeselskapets virksomhet i eierperioden. For eksempel gjennom å effektivisere driften, forbedre og eventuelt utvikle nye produkter, forbedre selskapets finansielle stilling, og styrke selskapets posisjon i markedet. For å kunne gjøre dette må forvaltningsselskapet bli direkte involvert i selskapets utvikling, typisk gjennom å få betydelig kontroll eller innflytelse over selskapet. På investeringstidspunktet er porteføljeselskapene som regel ikke notert på regulert marked. Dersom de likevel er notert, vil fondet som oftest ønske å ta selskapet av markedet¹¹⁵.

Fondets forventning til investeringen er basert på troen på at fondets aktive forvaltning av porteføljeselskapet vil medføre en positiv verdiutvikling. Fondet mener ofte å kunne tilføre spisskompetanse som er relevant for porteføljeselskapet. Dette kan eksempelvis være kompetanse om den virksomhet porteføljeselskapet driver, eller om potensielle vekstmarkeder. Denne kompetansen innehas typisk av en rådgiver tilknyttet det aktive eierfondet. Rådgiveren bistår med sin kompetanse ved å gi råd til fondet, gjerne gjennom styrerepresentasjon, eventuelt ved direkte rådgivning til porteføljeselskapet¹¹⁶. Deretter er målet å selge det samme porteføljeselskapet med avkastning på et senere tidspunkt, hvor en typisk eierperiode vil være ca mellom tre og ti år. Den økonomiske utviklingen av porteføljeselskapet er avhengig av flere faktorer, blant annet rådgiverens evne til å utvikle selskapet, generelle markedsforhold og vilkår samt tilgang på kreditt.

Det er vanlig å dele private equity-fond i tre hovedgrupper basert på hvor i utviklingsfasen man investerer: såkornfond (som investerer i en svært tidlig fase i porteføljebedriften), ven-

¹¹⁴ Rapport om AIFMD direktivet s. 13-20.

¹¹⁵ ”private” blir i denne sammenheng brukt om motsetningen til ”public”, altså børsnotert.

¹¹⁶ Se punkt 3.2.3 om den typiske organisering av et AIF.

turefond (investerer i relativt unge bedrifter i oppstartsfasen) og oppkjøpsfond (investerer i mer modne bedrifter typisk i vekst eller omstillingsprosesser)¹¹⁷.

Viktig for vår sammenheng er at PE-fond som regel er lukkede strukturer. Investorene har med andre ord ikke adgang til innløsning av andeler, men binder opp investeringen for den på forhånd avtalte eierperiode. Markedsføring foregår ikke kontinuerlig, men kun ved lansering av nye fond.

Investering i private equity-fond krever som man vil forstå ofte mye større kunnskap om det aktuelle markedet, og aktiv deltagelse av investorene i fondets forvaltning.

3.2.2.2 Hedgefond

Opprinnelig var betegnelsen hedgefond tiltenkt de fond som benyttet seg av hedging-teknikker¹¹⁸, men i dag er ikke dette nødvendig for bruken av begrepet. Nå fungerer begrepet hedgefond som en fellesbetegnelse for fond som har relativt frie rammer ved forvaltningen sammenlignet med alminnelige verdipapirfond. Slike fond har stadig som oftest en målsetting om absolutt avkastning. Absolutt avkastning vil si at du sikter på en positiv avkastning uavhengig av markedsstigning eller -fall. Dersom man bare har adgang til tradisjonelle investeringer, vil potensialet for positiv avkastning være begrenset ved markedsfall og nedgangstider. En typisk investor vil da selge aksjene sine og plassere investeringene i bankinnskudd mot en avkastning begrenset til renteavkastning. Ved å investere i hedgefond kan en investor allikevel få god avkastning. Hedgefond kan ved å innta ulike sikringsposisjoner eliminere bort markedsrisiko. Eksempelvis kan de kjøpe salgsoptioner som gir rett til å selge aksjer på dagens kurs. Dersom aksjekursene faller, kan optionene realiseres med gevinst¹¹⁹. De har derfor investeringsmandater som tillater utstrakt bruk av derivater og salg av lånte aksjer (strukturerte produkter har også samme mål).¹²⁰

¹¹⁷ Rapport om AIFMD s. 13-20.

¹¹⁸ Teknikker for å sikre en investering mot en form for risiko. Gjerne gjennomført ved bruk av å innta motsatte derivatposisjoner.

¹¹⁹ Reppen (2006) s. 24.

Ved en nærmere sammenligning med tradisjonelle fondsforvaltere har hedgefondforvaltere tilgang til et større spekter av investeringsstrategier, finansielle instrumenter og markeder å investere i¹²¹. Utover dette er hedgefond en meget uensartet gruppe. Fondene kan ha ulik juridisk organisering, ansvarsforhold og risikoprofil¹²². Fondstypen kan nesten snarere betraktes som en investeringsform, hvor risikoen i større grad er knyttet til forvaltnings- eller beslutningsrisiko. Forvalter har stor frihet til å investere i de finansielle instrumentene og aktivaklassene som oppfattes å gi de beste avkastningsmulighetene.

Som nevnt er hedgefond som er etablert i Norge og er organisert som verdipapirfond underlagt reglene for spesialfond i verdipapirfondloven. Her vil det avgjørende være om slike fond faller inn under definisjonen av verdipapirfond som vi så i punkt 3.1.2 og 3.1.4. Slike spesialfond kan per i dag ikke markedsføres til ikke-profesjonelle kunder. Andre hedgefond som er organisert etter annen selskapslovgivning er som øvrige alternative investeringsfond ikke underlagt særskilt regulering, og kan derfor som utgangspunkt markedsføres til ikke-profesjonelle¹²³.

3.2.2.3 Eiendomsfond

Eiendomsfond er en betegnelse som først og fremst brukes om kollektive investeringer i fast eiendom, hvor det enten investeres i en portefølje av eiendommer eller i såkalte eiendomsselskaper. Investering i fast eiendom kan gjøres på flere måter, men hovedalternativene er enten å investere direkte i eiendomsrett til fast eiendom, eller å investere i aksjer eller eierandeler i selskaper som eier én eller flere eiendommer¹²⁴.

¹²⁰ Reppen (2006) s. 12.

¹²¹ Reppen (2006) s.119.

¹²² Rapport om AIFMD s. 21-22.

¹²³ Se imidlertid punkt 6.2.1.

¹²⁴ Rapport om AIFMD s. 23.

Både eiendomsretter til fast eiendom og unoterte eierandeler i eiendomsselskaper har som følge av investeringsobjektet lav likviditet.

3.2.2.4 Feeder-fond

Ofte vil aktive eierfond, eiendomsfond eller øvrige investeringsfond ha krav om minstetegning eller akredittering¹²⁵ for fondsinvestorene. Det vil si at en privat investor som utgangspunkt er avskåret fra adgangen til å kunne investere i et slikt fond fordi det er beregnet på det institusjonelle og profesjonelle markedet¹²⁶.

Et feeder-fond er imidlertid et fond som har som formål å gjøre investeringer i eksempelvis slike aktive eierfond eller eiendomsfond tilgjengelige for det private investeringsmarkedet. Måten det fungerer på er at fondet samler investeringer fra en rekke mindre investorer slik at krav om minstetegning for investering i hovedfondet oppfylles.

Et særtrekk ved slike fond er altså tilknytningen til et hovedfond. Investeringsstrategien til et feeder-fond vil altså være å investere i hovedfondet.

3.2.2.5 Andre

Gruppen alternative investeringsfond omfatter også andre typer fond som investerer i mer ”eksotiske” aktiva. Rapporten nevner som eksempel på slike: vin, klassiske biler, skog og råvarer. Dette er imidlertid tradisjonelt er nisjeprodukter med et smalt nedslagsfelt¹²⁷.

3.2.3 Organiseringen av alternative investeringsfond

Etter AIFMD er forvalteren av alternative investeringsfond definert som en juridisk person som i sin alminnelige virksomhet forvalter ett eller flere AIF-er¹²⁸.

¹²⁵ Særlige angitte krav til investor.

¹²⁶ Rapport om AIFMD s. 24 – 25.

¹²⁷ Rapport om AIFMD s. 22 – 25.

¹²⁸ AIFMD artikkel 4(1)b.

Den nærmere definisjonen av slik forvaltning er i direktivet angitt til å være utføring av porteføljeforvaltning *eller* risikostyring for ett eller flere AIFer¹²⁹. Det fremgår imidlertid videre av direktivet at forvalteren må være i stand til å yte *både* risikostyring og porteføljeforvaltning. Forvalteren kan ikke få tillatelse til kun å yte en av funksjonene¹³⁰. Etter arbeidsgruppens vurdering innebærer dette at forvalteren må ha *ansvaret* for begge sider av forvaltningen, men dette forhindrer ikke at selve utførelsen av en av disse oppgavene utkontraheres av forvalteren til andre¹³¹. I lovproposisjonen sluttet departementet seg til arbeidsgruppens vurdering¹³².

Direktivet definerer ikke nærmere hva som menes med porteføljeforvaltning og risikostyring, men arbeidsgruppen legger 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.”*¹³³

Etter dette er en gjennomgang av organiseringen av AIFer essensielt for å forstå på hvordan måte reguleringshensynene omtalt i punkt 2.3 spiller inn ved plasseringsrammene som behandles i punkt 7.

3.2.3.1 Gjeldende rett

Verdipapirfond har, som vi har sett, klare regler hva gjelder struktur og organisering av fondet. Dette er annerledes for alternative investeringsfond.

¹²⁹ AIFMD artikkel 4(1) w.

¹³⁰ AIFMD Vedlegg I nr.1, og AIFMD artikkel 6(5).

¹³¹ Rapport om AIFMD s. 29-30.

¹³² Prop.77.L.(2013-2014) s. 18-22.

¹³³ Rapport om AIFMD s. 30.

Alternative investeringsfond er henvist til å organisere seg etter alminnelige selskapsrettslige regler. Som følge av dette har disse fondene en annen og mer variert struktur. Selve fondet vil her være et ”alminnelig selskap¹³⁴” med alminnelige selskapsorganer. Dette i motsetning til verdipapirfond hvor fondet i stor grad er en ren kapitalmasse¹³⁵. For AIFer plasseres den investerte kapitalen i fondsselskapet som sådan. Som for verdipapirfond er den investerte kapital også her adskilt fra investorenes formue¹³⁶.

Slikt fond er vanligvis organisert som aksjeselskap, allmennaksjeselskap eller ansvarlige selskap etter selskapsloven. Fondsstrukturen må tilsvare de krav til struktur og organisering som følger av den valgte organisasjonsformen. Den nærmere reguleringen av det enkelte fondets struktur, herunder investeringsmandat, fastsettes i selskapsvedtekter og avtaleverk for det enkelte fond¹³⁷. Alternative investeringsfond kan også opprettes i utlandet, og må da følge dette landets interne rett hva gjelder organisasjonsstrukturen. Denne oppgaven begrenser seg til omtale om norsk rett, så utenlandske strukturordninger vil kun bli brukt som illustrasjon, og ikke bli gjenstand for nærmere omtale.

Selskapet ledes av de styrende organer for den valgte selskapsformen, dette gjelder da følgelig også for kapitalforvaltningen. Selskapet kan foreta investeringer helt etter egen vurdering, dette omtales gjerne som internforvaltning. Fondet kan imidlertid også velge å bli forvaltet av eksternt investeringsfirma, dette kommer jeg tilbake til.

Vi skal videre se på noen typiske trekk ved organiseringen for noen av fondstypene vi så på i punkt 3.2.2:

¹³⁴ Hvilke krav til organisasjon og selskapsorganer fondet skal ha vil da følge av regelverket til landet fondet er hjemmehørende.

¹³⁵ Se om verdipapirfonds organisasjon i punkt 3.1.1.

¹³⁶ Som vi så i punkt 2.2.4 var indirekte eierskap et av de avgjørende momentene for å trekke grensen mot aktiv forvaltning.

¹³⁷ Dette kun en henvisning til alminnelige regler om sammenslutninger, hvilket det vil føre for langt å gå inn på her.

PE-fond er ofte organisert som selvstendige selskaper, men sjelden med egne ansatte. Det er det aktive eierfondets styrende organer som har kompetanse til å fatte endelige investeringsbeslutninger og således formelt sett er forvalter. Investeringsvirksomheten forestås imidlertid av en rådgiver som har en meget sentral rolle ved fondets hovedvirksomhet, og investeringsbeslutningene fattes som regel helt på grunnlag av denne rådgiverens anbefalinger. I tillegg kommer det særtrekket at rådgivningsselskapene utøver aktivt eierskap i porteføljebedriftene.

Fondets rådgiver vil i tillegg styre risikoen av fondets totale portefølje. Rådgivning som ytes til aktive eierfond er tradisjonelt ikke blitt ansett å falle inn under definisjonen av investeringsrådgivning i verdipapirhandelloven. Dette har medført at norske rådgivningsselskaper ikke har vært konsesjonspliktige, og heller ikke underlagt noen særskilt regulering i Norge¹³⁸.

I forhold til hensynene nevnt i punkt 2.3 har fondene adgang til å strukturere selskapet slik at man i stor grad kan forhindre typiske prinsipal-agent-problemer. Investorene vil ofte stille krav om at de ansatte hos rådgiver investerer i det aktive eierfondet. På denne måten blir rådgiveren (agenten) eksponert for tilsvarende risiko som andelseierne i fondet. Dermed gjøres investeringer normalt gjennom hovedmannen¹³⁹. Rådgivers honorar gjøres også ofte direkte avhendig av fondets avkastning¹⁴⁰, noe som sikrer stor grad av sammenfallende interesser mellom investorene og rådgiver.

Hedgefond kan i stor grad organiseres på samme måte som et PE-fond. Men ved investering i hedgefond innbetales typisk all investert kapital på avtaletidspunktet. For PE-fond

¹³⁸ Rapport om AIFMD s.13-21.

¹³⁹ Rapport om AIFMD s. 13-21.

¹⁴⁰ Kalles ofte "carried interest" og er altså en resultatbasert avlønning. For definisjon se AIFMD direktivet artikkel 4(1) d.

blir kapitalen ofte kommitert. Det vil si at det avtales et investeringsbeløp på avtaletids- punktet men innbetales ikke før fondet behøver kapitalen og først da kaller det inn.

3.2.3.2 Reglene som vil følge av AIFMD

For AIFer over visse terskelverdier krever AIFMD at det oppnevnes en forvalter, hvilket etter direktivet vil kreve tillatelse. Slik tillatelse forutsetter at forvalter oppfyller nærmere angitte kapitalkrav, krav til ledelsens egnethet og krav til forvalterens løpende virksomhet. Forvalteren må videre, som nevnt, ha ansvaret for både porteføljeforvaltning og risikostyring, da dette anses kjerneoppgavene ved AIF-forvaltning. Funksjonene kan utkontrakteres, men vilkårene for adgangen til slik utkontraktering er strenge, og for kjernefunksjonene kan dette bare skje til regulerte foretak, og etter det er gitt melding til finanstilsynet. Det skal utpekes en depotmottaker som skal oppbevare fondets eiendeler og ha en kontrollfunksjon¹⁴¹.

Forvalter må videre fastsette nærmere regler om lønn¹⁴². Disse reglene er i tråd med bonusreglene som allerede gjelder for andre finansielle foretak. For forvaltere av PE-fond er det særlig relevant å vurdere forholdet til reglene om ”carried interest”.

3.2.4 Avgrensninger i definisjonen av Alternativt investeringsfond

Lovforslagets definisjon av alternative investeringsfond er, i samsvar med antatt fremtidige EØS-forpliktelser, negativt avgrenset mot følgende sammenslutninger: Holdingselskaper, pensjonsforetak omfattet av rådsdirektiv 2003/41/EF, nasjonale sentralbanker, offentlige myndigheter som forvalter offentlige trygde- og pensjonsordninger, spareordninger for arbeidstakere og spesialforetak for verdipapirisering, i tillegg til en rekke overnasjonale institusjoner¹⁴³. Vi skal i det følgende se nærmere på avgrensningen mot holdingselskaper

¹⁴¹ § 5-3 i lovforslaget i Prop.77.L(2013-2014).

¹⁴² § 3-6 i lovforslaget i Prop.77.L(2013-2014).

¹⁴³ Lovutkastet § 1-3 i prop.77.L(2013-2014).

og konserninterne forvaltere, og se på hvilken måte de hensyn vi så på i punkt 2.3 kan begrunne sontringen.

3.2.4.1 Særlig om avgrensningen mot holdingselskaper

Definisjonen av holdingselskaper er basert på direktivets Artikkel 4 (o) nærmere angitt i lovutkastet § 1-3(4):

”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”

Et holdingselskap er altså definert som et selskap som har eierandeler i andre selskaper hvor formålet er å gjennomføre en forretningsstrategi gjennom disse. I tillegg til det må det enten være notert på et regulert marked eller ha annet hovedmål enn å skape avkastning gjennom de selskapene det eier. I rapporten legger arbeidsgruppen til grunn at samtlige vilkår etter bestemmelsen må være oppfylt for at et holdingselskap skal være unntatt virkeområdet¹⁴⁴. Grensen vil typisk være aktuell i to hovedtilfeller, mot eiendomsfond eller private-equity fond¹⁴⁵:

Ved grensen mot eiendomsfond fremheves det i rapporten fra arbeidsgruppen at for å betraktes som holdingsselskap, og dermed falle utenfor definisjonen av alternativt investeringsfond, krever vilkårene for det første at holdingselskapet må foreta sine investeringer *gjennom* andre selskaper. Unntaket vil altså ikke gjelde dersom selskapet investerer direkte

¹⁴⁴ Rapport om AIFMD s. 33.

¹⁴⁵ Se punkt 3.2.2.1 og 3.2.2.3.

i objekter, som eksempel eiendommer. Foretas investeringen direkte kan ikke selskapet betraktes som et holdingselskap¹⁴⁶.

For dette tilfellet vil vurderingen av om PE-fond faller innenfor direktivets virkeområde måtte avgjøres ut i fra om selskapet skal gjennomføre *sin egen* forretningsstrategi gjennom datterselskapene, og derav generere avkastningen sin. Med andre ord vil et selskap som genererer avkastning gjennom *salg* av datterselskapene måtte betraktes som alternativt investeringsfond, mens de selskap som skaper avkastning i morselskapet gjennom datterselskapenes *virksomhet* skal betraktes som holdingselskaper. Rapporten fremhever i følge av dette at så lenge *hovedformålet* til selskapet er å gjennomføre forretningsstrategien sin gjennom datterselskapene, vil imidlertid et holdingselskap kunne foreta et salg av et datterselskap uten at dette gjør at selskapet vil bli betraktet som et alternativt investeringsfond¹⁴⁷.

Ut i fra de omtalte hensyn til investorene og systemrisiko kan denne sontringen mulig begrunnes etter følgende betraktning: Som tidligere nevnt er tanken bak en PE-struktur å gjennom tilføre porteføljeselskapene kunnskap med tanke på å øke porteføljeselskapenes markedsverdi, slik at disse genererer avkastning ved senere salg¹⁴⁸. Den som sitter på den styrende kompetansen er her forvalter (rådgiver) til fondsselskapet, som har insentiver til å maksimere porteføljeselskapenes potensial, typisk innenfor en forhåndsbestemt tidsramme. Vi står altså overfor et tilfelle hvor konstruksjonen som sådan kan bidra til oppbygning av systemrisiko, ved at forvalter ikke nødvendigvis har gjennomgående sammenfallende interesser som porteføljeselskapene. Hos holdingselskaper er ikke tanken at selskapet nødvendigvis skal bidra til noen styring av datterselskapene, det har derimot som oftest kun som formål å eie datterselskapene, eller er opprettet av rent skattemessige hensyn. Ut over dette er holdingselskapet som oftest et tomt skall, og eierstrukturen har ikke noen betydning for datterselskapene. Eksistensen av et holdingselskap organisert over datterselskapene bidrar

¹⁴⁶ Rapport om AIFMD s. 33.

¹⁴⁷ Rapport om AIFMD s. 33.

¹⁴⁸ Se punkt 3.2.2.1.

altså ikke i seg selv til noen større sannsynlighet for at det skal oppstå prinsipal-agent problemer eller oppbygning av systemrisiko. Det skaper altså ikke et større behov for regulering.

3.2.4.2 Særlig om avgrensningen mot konserninterne forvaltere

I tillegg har direktivet¹⁴⁹, og proposisjonens lovforslag §1-3(3) en avgrensning mot såkalte konserninterne forvaltere:

”Loven gjelder ikke for foretak som utelukkende forvalter alternative investeringsfond hvor investorene kun er selskaper i samme konsern og ingen av investorene selv er et alternativt investeringsfond”¹⁵⁰”

Ved konserninterne forvaltere står vi altså overfor en situasjon hvor forvalteren forvalter ett eller flere AIF-er, hvis eneste investor er forvalteren, forvalterens morselskap, datterselskaper eller datterselskaper av morselskapet, forutsatt at ingen av disse investorene eller forvalteren selv er alternative investeringsfond. 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. I forhold til de omtalte hensyn står vi her overfor en konstruksjon som i seg selv medfører at forvalteren har sammenfallende insentiver som investorene. I forhold til hensynet til investorer oppstår med andre ord ikke det reguleringsbehovet som for øvrige fondskonstruksjoner¹⁵¹.

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 direktivets virkeområde.¹⁵²

¹⁴⁹ AIFMD artikkel 3.

¹⁵⁰ Lovutkastet i lovforslaget i Prop.77.L(2013-2014) § 1-3 (3).

¹⁵¹ Se om prinsipal-agent problemer i punkt 2.3.1.

¹⁵² Rapport om AIFMD s. 33.

4 Utgangspunktet for forvaltningsrammene

Jeg går nå over til å behandle de konkrete reglene om kapitalforvaltningen for de ulike typer fond.

4.1.1 Generelle offentligrettslige rammer, og hva som kan begrunne avvik fra dette

For de to hovedgruppene av fond, verdipapirfond og alternative investeringsfond, har forvalters plasseringsrammer motsatt utgangspunkt i loven. For verdipapirfond gir reguleringen veldig klare begrensninger. For alternative investeringsfond er derimot reguleringsbegrensningene så få at man gjerne kan si at det er alminnelig avtalerett som setter hovedrammen for plasseringene. Utgangspunktet er for disse dermed stor plasseringsfrihet, og de privatrettslige avtalene mellom investorene og forvalteren vil da i større grad være førende for forvalters handlingsrom. AIFMD direktivet retter seg i utgangspunktet kun til fondsforvalterens virksomhet og ikke til fondet som sådan. Jeg skal imidlertid i punkt 7.2.2 se på om implementeringen av direktivet allikevel medfører noen reelle plasseringsbegrensninger for alternative investeringsfond.

Hovedvekten vil i de følgende kapitler være hvilke begrensninger de offentligrettslige autoritative kilder legger på avtalefriheten ved porteføljeforvaltningen. Jeg vil også knytte kommentarer til hvilke måter slike begrensninger kan være virkemidler for å oppfylle hensynene til investor og systemrisiko omtalt i punkt 2.3.

4.1.2 Privatrettslige rammer for forvaltningen

4.1.2.1 De ulike styringsdokumentene for verdipapirfond

Uavhengig av fondstype og organisasjonsform krever offentligrettslige regler at det fastsettes vedtekter for fondet¹⁵³. For verdipapirfond inngår fondets vedtekter i den juridiske av-

¹⁵³ Kravet til vedtekter følger for verdipapirfond av verdipapirfondloven §§ 4-4 og 4-1.

talen mellom forvaltningsselskapet og den enkelte andelseier. Disse skal etter lovens krav inneholde de mest sentrale opplysningene for identifisering av fondet¹⁵⁴. Nærmere bestemt bestemmelser om plassering, risiko, kostnader, tegnings- og innløsningstidspunkt og eventuelle andelsklasser.

I tillegg har verdipapirfond ytterligere styringsdokumenter: For det første skal det av forvaltningsselskapet utarbeides prospekt for hvert fond det forvalter¹⁵⁵. Dette prospektet skal inneholde den informasjon som er nødvendig for at en investor skal kunne foreta en velbegrunnet bedømmelse av fondet om risikoen som er involvert¹⁵⁶. For det andre skal det utarbeides et nøkkelinformasjonsdokument, dette skal gjøres for hvert fond forvaltningsselskapet forvalter med unntak av spesialfond¹⁵⁷. Formålet med et slikt dokument er å gjøre det lettere for investorer å foreta en sammenligning mellom fond fra ulike forvaltningsselskaper. Informasjonen skal presenteres på et lett forståelig språk, hvor fagterminologi og tekniske uttrykk skal unngås så langt det er mulig.¹⁵⁸ Dette er særlig viktig for å ivareta investorhensynet, spesielt i forhold til forbrukere.

4.1.2.2 De ulike styringsdokumentene for alternative investeringsfond

Disse fondene er som nevnt en mer heterogen gruppe i forhold til verdipapirfond. Styringsdokumentene for alternative investeringsfond vil avhenge av hvilken måte det aktuelle fondet har valgt å organisere seg. Disse fondene må imidlertid også, i tråd med alminnelig selskapsrett, angi i vedtektene selskapets ”virksomhet”¹⁵⁹, eller ”formål”¹⁶⁰. Noe nærmere utdyping av alminnelig selskapsrett vil etter denne oppgaven føre for langt.

¹⁵⁴ Verdipapirfondloven § 4-4.

¹⁵⁵ Verdipapirhandelloven § 8-2.

¹⁵⁶ Se lovens ordlyd.

¹⁵⁷ Verdipapirhandelloven §§ 8-3, 8-4.

¹⁵⁸ Rapport om AIFMD punkt 3.1.2: Styringsdokumenter for verdipapirfond.

¹⁵⁹ Aksjeselskapsloven §§ 2-1, 2-2 nr. 3 og 2-3.

¹⁶⁰ Selskapsloven § 2-3(2) litra d.

AIFMD direktivet stiller ytterligere krav til informasjon som forvalter skal sørge for at foreligger til enhver tid. Denne informasjonen skal gjøres tilgjengelig for potensielle investorer før de eventuelt investerer i fondet¹⁶¹. Proposisjonens lovforslag § 4-2 angir informasjonsplikten før investering, og § 4-3 angir den løpende periodiske informasjonsplikten. Sistnevnte har en lang liste av informasjonskrav, men for vårt formål fremgår det viktigste av første ledd (a):

”En forvalter skal før investering gi potensielle investorer følgende informasjon om alternativt investeringsfond forvalteren forvalter eller markedsfører innen EØS:

- a) Fondets vedtekter og øvrige stiftelsesdokumenter, formål og investeringsstrategi, hvilke aktiva fondet kan investere i, investeringsmetoder, risikoprofil, begrensninger i adgangen til å investere, informasjon om bruk av finansiell firing*

Etter dette vil potensielle investorer ha krav på spesifisering om aktiva, investeringsmetoder, risikoprofil og eventuell lånefinansiering.

4.1.3 Disposisjonen videre

I de følgende kapitler kommer en nærmere behandling av de konkrete plasseringsreglene etter inndeling av de ulike typer fond slik at UCITS-fondene behandles først, så behandles de øvrige verdipapirfondene som kommer til å bli berørt både av verdipapirfondloven, og AIFMD slik reglene vil fremstå etter implementeringen, og til slutt de fond som kun kommer til å bli berørt av regulering etter AIFMD.

5 Nærmere om forvalters handlingsrom i UCITS-fond

Hovedformålet med UCITS-regelverket er, som vi har vært inne på, å skape et felles marked i EU/EØS-området for verdipapirfond som er gjenstand for harmoniserte regler om

¹⁶¹ Dette gjelder EØS-etablerte fond som forvaltes, eller fond som forvalteren markedsfører i EØS-området, artikkel 23 i AIFMD.

blant annet investeringsbegresninger. Det er særlig lagt vekt på å regulere verdipapirfond som investeringsprodukt for forbrukere og massemarkedet ved at UCITS-fond er underlagt regler om risikospredning og likviditet. Verdipapirfond som tilfredsstillt kravene i EUs UCITS-direktiv gjennomført i nasjonal lovgivning kan, etter godkjenning i ett EØS-land, markedsføres i hele EØS-området. Slike fond omtales som tidligere nevnt UCITS-fond.¹⁶²

Jeg minner om at vi her står overfor en konstruksjon hvor fondet er eksternt forvaltet, og at verdipapirfond ikke kan opprettes eller forvaltes av andre enn aksjeselskap eller allmennaksjeselskap som har fått tillatelse av departementet til å drive slik forvaltning.¹⁶³ Forvalterselskapets særlige posisjon som disponent over fondet, og den typiske andelseiers antatte lave kunnskapsnivå gir en åpenbar god grobunn for at prinsipal-agent problemer kan oppstå. Dette har medført at lovgiver har vedtatt utfyllende regulering om rammene for fondets plasseringer, blant annet med bakgrunn i nettopp det å søke å forhindre slike problemer¹⁶⁴. Plasseringsbegrensningene må ellers sees i sammenheng med innløsningsretten til andelseierne, som er en forutsetning for at verdipapirfond skal være et plausibelt sparealternativ¹⁶⁵.

Etter verdipapirfondloven § 1-3 (1) skal verdipapirfond forvaltes av et forvaltningsselskap i samsvar med lovens regler. Verdipapirfondforskriften supplerer loven og gir mer utfyllende regler. Plasseringsreglene er gitt i loven kapittel 6. Regelverket er bygd opp slik at først angis positivt det generelle investeringsområdet. Deretter gis det nærmere regler både i loven, og i den tilhørende forskriften, som begrenser dette eller setter ytterligere vilkår. Regelverket er forholdsvis detaljert og det legges ikke opp til en generell redegjørelse av dette, men en begrensning til de overordnede vurderingstemaene.

¹⁶² Prop. 149 L (2010-2011) s. 12 pkt 2.1.1.

¹⁶³ Verdipapirfondloven § 2-1 (1).

¹⁶⁴ Prop 149 L (2010-2011) s. 12-15.

¹⁶⁵ Se punkt 2.2.4.

5.1 Verdipapirfondlovens krav til plasseringen

5.1.1 Hvilke kapital kan fondsforvalteren disponere over?

Forvalteren må som den klare hovedregel hente kapitalen som skal plasseres fra selve kapitalmassen fondet faktisk besitter¹⁶⁶. Med andre ord er investeringskilden begrenset til de kapitalinnskudd som allerede er tilført fondet i bytte mot fondsandeler.

Det finnes som tidligere nevnt noen investeringsstrategier hvor man i realiteten investerer med midler man selv ikke besitter, såkalt lånefinansiering. UCITS-fond har meget begrenset adgang til å benytte seg av slike strategier. Det er uttrykkelig fastsatt i verdipapirfondloven § 6-10:

”(1) Forvaltningsselskapet kan ikke oppta lån på vegne av et verdipapirfond, pådra fondet kausjons- eller garantiforpliktelser eller stille verdipapirfondets midler som sikkerhet. Forvaltningsselskapet kan ikke selge finansielle instrumenter fondet ikke eier, med mindre departementet gir nærmere regler om dette i forskrift.

(2) Bestemmelsen i første ledd er ikke til hinder for at forvaltningsselskapet på vegne av verdipapirfondet opptar kortsiktige lån for inntil ti prosent av fondets eiendeler og stiller fondets midler som sikkerhet for oppfyllelse av derivatkontrakter.”

Det er ikke gitt noen begrunnelse for dette i noen av forarbeidene utover at man generelt stiller seg negativ til å finansiere aksjekjøp på denne måten¹⁶⁷. Av forarbeidene fra da reglene om spesialfond ble innført følger imidlertid at det *”er som utgangspunkt ikke åpnet for økning av risikoen i verdipapirfondet gjennom låneopptak”*¹⁶⁸. Bakgrunnen synes for dette synes altså å være ønsket om at forvalterne som utgangspunkt ikke skal ha mulighet til å kunne pådra fondene noen ekstra risiko. Risikoøkning er typisk forbundet med bruk av

¹⁶⁶ Se punkt 3.1.1.

¹⁶⁷ Ot. prp. nr. 68 (1980-1981) s. 13.

¹⁶⁸ Ot. prp. nr. 36 (2007-2008).

slike investeringsstrategier. Investering i slike fond er som nevnt ønskelig at skal være et kulant alternativ for nettopp forbrukere, og det er dermed ønskelig at risikoen skal være så forutsigbar som mulig. Det er også fremhevet at begrensningen til å foreta lånefinansiering tydeliggjør at objektet for forvaltning skal være andelseiernes innskutte kapital, og ikke lånekapital.

Utgangspunktet er altså et forbud mot å ta opp lån på vegne av et verdipapirfond. Fra dette er det gjort et unntak i annet ledd for lån opptatt i forbindelse med oppfyllelse av derivatkontrakter. For dette følger imidlertid en forutsetning om at disse er kortsiktige, og kan bare utgjøre inntil ti prosent av fondets eiendeler. Denne adgangen er begrunnet i hensynet til fleksibilitet.

I forlengelse av dette følger det av bestemmelsen at det heller ikke er adgang for forvaltningsselskapet til å pådra fondet kausjons- eller garantiforpliktelser. Fra dette er det gjort et unntak i annet ledd, som også gjelder tilfeller hvor fondets midler kan stilles som sikkerhet for oppfyllelse av derivatkontrakter.

Videre følger av bestemmelsens første ledd at fondet heller ikke har adgang til å innta såkalte short-posisjoner, hvilket går ut på å selge finansielle instrumenter fondet ikke eier. Men bestemmelsen innehar en forskriftshjemmel for å tillate dette under nærmere angitte regler. Denne hjemmelen har departementet benyttet seg av og det er gitt adgang til å benytte slike teknikker dersom de etableres ved bruk av derivater innenfor rammene angitt i verdipapirfondforskriften kapittel 6.¹⁶⁹

5.1.2 I hvilke objekter kan forvalteren investere kapitalen?

For verdipapirfond er de alternative investeringsobjektene uttømmende opplistet i verdipapirfondloven § 6-1 (1). Bestemmelsen tillater verdipapirfond å plassere fondskapitalen i ulike objekter i verdipapirmarkedet. Vi skal i det følgende se på disse objektene:

¹⁶⁹ Se nærmere omtale om dette i neste punkt.

Opprinnelig var det bare adgang til å investere i omsettelige verdipapirer ("transferable securities"), men med årene har investeringsområdene utvidet seg. Investeringsområdet er imidlertid fortsatt begrenset til finansielle instrumenter.

Reguleringen inneholder relativt detaljerte krav, som må betraktes i lys av UCITS direktivets krav om forutsigbarhet på grunn av den typiske andelseiers profil. Dersom man investerer i et verdipapirfond skal det være rimelig klart hva det er man investerer i¹⁷⁰. I tillegg fremmer en slik ordning like konkurransevilkår verdipapirfondene i mellom.

5.1.2.1 Verdipapirer

Verdipapirfond kan etter bestemmelsen for det første investere i egenkapitalinstrumenter, det vil si aksjer og likestilte verdipapirer¹⁷¹. For det andre kan det investeres i gjeldsinstrumenter og andre rentebærende papirer. Disse deles etter loven i to typer: pengemarkedsinstrumenter og obligasjoner. Forskjellen er at pengemarkedsinstrumenter er kortsiktige gjeldsinstrumenter med rentebindingstid på under et år, mens obligasjoner er langsiktige rentepapirer med lengre rentebindingstid.¹⁷²

5.1.2.2 Verdipapirfondsandeler

Et verdipapirfond kan videre plassere midler i et annet verdipapirfond gjennom innskudd. En slik plassering forutsetter imidlertid en vedtektsfestet begrenset adgang for målfondet til å investere i verdipapirfondsandeler. For plassering i UCITS må denne være begrenset til 10 prosent. For non-UCITS kan begrensningen være på 30 prosent, under nærmere betingelser om at andelseiernes interesser er beskyttet på minst lik linje med andelseierne i UCITS¹⁷³.

¹⁷⁰ Ot. prp. nr. 36 (2007-2008) punkt 6.

¹⁷¹ Verdipapirfondloven § 6-1 (1) 1 pkt, jf § 1-2 (1) nr. 8.

¹⁷² Under omsettelige verdipapirer faller også andre verdipapirer som gir rett til ved tegning eller ombytting å erverve slikt omsettelig verdipapir som omtalt. Jf. verdipapirfondloven § 1-2 nr. 8, 3.

¹⁷³ Verdipapirfondloven § 6-2.

5.1.2.3 Derivater

Derivater kan brukes til å styre risikoen i en verdipapirportefølje. En generell egenskap med derivater er at avhengig av hvordan de brukes, kan risikoen i porteføljen økes eller reduseres. Om investering i et derivatelement medfører økt eller redusert risikoeksponering vil avhenge av hvilke posisjoner som inntas¹⁷⁴. Regelverket setter strenge grenser for hvilken risikoeksponering fondene kan ta ved derivatposisjoner. Ved slike investeringer er det dermed angitt en rekke tilleggsvilkår som må være oppfylt¹⁷⁵. Bruk av derivater vil og kunne være egnet til å endre risikoprofil og forventet avkastning raskt og rimelig sammenlignet med å kjøpe og selge underliggende, og kan dermed være kostnadseffektive.¹⁷⁶

Dersom forvalteren skal gjøre bruk av derivater må det være inntatt en rekke opplysninger i fondets vedtekter slik at enhver potensiell investor skal kunne vurdere risikoen, herunder om fondet passer hans investeringspreferanser. Nærmere bestemt er det i verdipapirfondforskriften for det første stilt et opplysningskrav om at det overhodet er adgang til å benytte slike instrumenter ved porteføljeforvaltningen. Videre må opplysningene inneholde informasjon om hvilke typer derivatinstrumenter som kan brukes, herunder hva som kan være derivatets underliggende. I tillegg skal det fremkomme opplysninger om hvilken forventning forvalter har til hvordan derivatbruken skal påvirke risiko og forventet avkastning i porteføljen, særlig viktig her er om denne forventes redusert, uendret eller forhøyet. Det skal også inntas grenser for eksponering, men er også angitt maksimal tillatt grense for eksponering.¹⁷⁷

Forskriften sier for det første noe om hva som skal til for at et omsettelig verdipapir eller pengemarkedsinstrument skal anses å inneholde et derivatelement, § 6-7. Det er videre i §

¹⁷⁴ Se punkt 2.2.3.

¹⁷⁵ Verdipapirfondforskriften kapittel 6, direkte henvist til i verdipapirfondloven § 6-1 (1) nr. 4

¹⁷⁶ TFF 2004-1 Nye regler om verdipapirfonds investering i derivater.

¹⁷⁷ Verdipapirfondforskriften § 4-1 (1), § 6-10(1).

6-9 listet opp hvilke konkrete derivatposisjoner fondet kan investere i, hvor følgende er angitt: ”opsjoner, terminer og bytteavtaler samt andre lignende finansielle instrumenter.” Opplistingen ser ut til å omfatte alle former for derivatinstrumenter.

Bestemmelsen § 6-9 angir videre hva som tillates å kunne være derivatets underliggende. Dette er: Finansielt instrument (som angitt i lovens § 6-1), inkludert finansielle instrumenter med en eller flere tilsvarende karakteristika), finansiell indeks, rente, valuta eller vekslingskurs. Bestemmelsen forbyr uttrykkelig investering i derivater med varer som underliggende¹⁷⁸.

Verdipapirforskriften § 6-8 inneholder et tilleggsvilkår om at derivatposisjoner kun kan inntas om formålet med å benytte dem er å redusere risiko eller kostnader, og at det for øvrig er i tråd med verdipapirfondets risikoprofil.

I tillegg kommer krav om at den totale eksponeringen ved investering i derivater ikke kan overstige verdien av fondets netto portefølje. Ved beregningen av den totale eksponeringen skal tilleggseksponeringen som oppstår ved fondets derivatbruk, og markedsrisikoen i fondets portefølje hensyntas. Beregningen skal skje etter en såkalt forpliktelsesmodell hvor man måler det maksimalt forventede tap for et gitt konfidensnivå i en gitt periode.¹⁷⁹

5.1.2.4 Øvrige likvide midler

I tillegg til dette kan fondet også etter lovens § 6-1 (2) besitte likvide midler. Forarbeidene legger til grunn at likvide midler i praksis vil si innskudd i kredittinstitusjoner, nærmere bestemt ordinære bankinnskudd i tillegg til kontanter. Utover dette er direktivet i følge forarbeidene uklart på hva som kan regnes som likvide midler.¹⁸⁰

¹⁷⁸ Verdipapirfondforskriften § 6-9 (4).

¹⁷⁹ Verdipapirfondforskriften § 6-10.

¹⁸⁰ Prop. 149 L (2010-2011) s.106 og 176.

Finanstilsynet har i denne forbindelse uttalt at bankinnskudd som hovedregel ikke bør utgjøre mer enn samlet 20 % av forvaltningskapitalen, og at innskudd i enkeltbanker, som ikke er depotbank, ikke bør utgjøre mer enn 10 % av forvaltningskapitalen. Fra dette utgangspunktet kan det under ulike omstendigheter gjøres unntak. Eksempler som av Finanstilsynet er nevnt uttrykkelig for nystartede fond, perioder med ekstraordinær stor tegning, som likviditetsreserve ved mulig innløsningspress og hvor bankinnskudd kombineres med indeksderivater i en strategi for å imitere børsindekser.¹⁸¹

5.1.3 Øvrige krav til plasseringen

I tillegg til at det i loven er positivt angitt hvilke investeringsobjekter som er tillatt, suppleres disse med tilleggskrav knyttet til likviditet og risikospredning i porteføljen:

5.1.3.1 Likviditet

Likviditetskravet må ses i sammenheng med at fondet som hovedregel skal være åpent for innløsning og tegning minst to ganger i måneden.¹⁸² For at innløsningskravet skal ha noen realitet må fondet være i stand til å møte eventuelle innløsningskrav, og er dermed avhengig av å ha muligheten til enhver tid å kunne realisere -i alle fall en del av- sine plasseringer. Alternativet ville vært å besitte kontanter, men dette ville gjøre at fondet måtte avstå fra å plassere en del av kapitalen.

Den opprinnelige hovedregel i UCITS-direktivet, var at UCITS-fond skulle plassere sine midler i verdipapirer/finansielle instrumenter notert på regulert marked, ettersom eksistensen av et annenhåndsmarked gjør disse instrumentene mer likvide. Senere er adgangen til å plassere midlene i det unoterte markedet utvidet for pengemarkedsinstrumenter.

Verdipapirfondloven § 6-5 angir hovedreglene om hvilke likviditetskrav som gjelder for fondsporteføljen.

¹⁸¹ finanstilsynets rundskriv 24/1999.

¹⁸² Verdipapirfondloven §§ 4-9 og 4-12.

For det første knytter likviditetskravet seg til minimum 90 prosent av totalplasseringen. 10 prosent kan dermed plasseres i andre finansielle instrumenter som ikke oppfyller likviditetskravet.¹⁸³ Bestemmelsen og forskriften oppstiller videre nærmere vilkår for hva som skal til for at hvert enkelt objekt skal anses likvid. Generelt kan man si at vurderingstemaet knytter seg til en konkret vurdering av om fondet er i stand til å møte de til enhver tid potensielle innløsningskrav. For de ulike verdipapirer har dette resultert i krav om at disse skal være omsettelige¹⁸⁴ og til en hver tid skal kunne verdifastsettes.

Som utgangspunkt er det krav om at de finansielle instrumentene det investeres i er, eller skal bli, notert på et regulert marked. Et unntak fra noteringskravet gjelder for pengemarkedsinstrumenter. For disse må da imidlertid andre krav tilfredstilles for å sikre likviditeten. Kravene som oppstilles er at slike unoterte instrumenter må være omsettelige, normalt omsettes på pengemarkedet, være likvide og kunne verdifastsettes. I tillegg må de komme fra utstedere med veldig lav kreditorrisiko, eksempelvis være utstedt eller garantert av en EØS-stat, offentlige myndigheter, eller av selskap hvis verdipapirer omsettes på regulerte markeder mv.¹⁸⁵

Derivater kan også handles på unoterte markeder etter nærmere regler angitt i forskriften.

5.1.3.2 Risikospredning

Av verdipapirfondloven §§ 6-6 til 6-9 følger krav om diversitet i investeringene. Kravet må sees på bakgrunn av ønsket om risikobegrensning. Tanken er at gjennom å spre midlene på flere investeringer unngår man risiko for store tap som følge av isolerte kursfall i en enkelt investering. Dette er i tråd med den typiske andelseiers risikopreferanse¹⁸⁶.

¹⁸³ § 6-5 (3).

¹⁸⁴ For aksjer og obligasjoner mv fremgår dette av verdipapirfondloven § 6-1(1) nr 1, pengemarkedsinstrumenter § 6-3.

¹⁸⁵ Verdipapirfondloven § 6-5 (2).

¹⁸⁶ Se punkt 3.1.

§ 5-5 første ledd angir en skjønnsmessig overordnet plikt for forvaltningsselskapet til å sørge for at verdipapirfondets beholdning av finansielle instrumenter har en sammensetning som gir en ”*hensiktsmessig spredning av risikoen for tap*”¹⁸⁷.

Diversitetskravet er videre gitt seg utslag som kvantitative maksimumsgrenser som skal være oppfylt til enhver tid. Det gjelder for det første grenser for total tillatt eksponering av fondets eiendeler overfor en enkeltinvestering¹⁸⁸, og for det andre grenser for hvor stor andel av utstedte verdipapirer i et selskap fondet kan eie¹⁸⁹.

Verdipapirfond har derimot ikke noe krav om å begrense risikoen for en generell markedsnedgang¹⁹⁰.

5.2 Spesielle privatrettslige krav til plasseringen

Hvilke privatrettslige krav fondet vil ha fastsetter de selv¹⁹¹. Disse fastsetter nærmere fondets profil. Disse vil særlig avgjøre innen hvilken gruppe det konkrete fondet er¹⁹².

6 Nærmere om forvalters handlingsrom i nasjonale fond

UCITS-direktivet begrenser som nevnt ikke adgangen til å etablere nasjonale fond som følger andre regler, og dette må dermed også gjelde plasseringsbestemmelsene. Nasjonale fond kan etter verdipapirfondloven deles inn i to hovedkategorier:

Den ene kategorien er den som gjerne forbeholdes betegnelsen nasjonale fond¹⁹³. Dette er fond som i prinsippet er underlagt full regulering etter verdipapirfondloven, men det konk-

¹⁸⁷ Verdipapirfondloven § 6-6(1).

¹⁸⁸ Verdipapirfondloven § 6-6(2).

¹⁸⁹ Verdipapirfondloven § 6-9.

¹⁹⁰ Se mer om adgangen til å begrense denne i punkt 5.1.3.2.

¹⁹¹ Se punkt 5.2.

¹⁹² Se punkt 3.1.3.1.

rete fond har fått dispensasjon fra nærmere angitte investeringsbegrensninger. Loven gir en uttømmende regulering av hvilke av investeringsbegrensningene det kan gis individuell dispensasjon fra. Forbudet mot opptak av lån, og grensene for maksimal tillatt eksponering ved bruk av derivater er det eksempelvis ikke gitt adgang til å få dispensasjon fra. Slike nasjonale fond kan motta andelstegninger fra ikke-profesjonelle investorer.

Den andre gruppen omtales som spesialfond. Dette er fond som bare delvis er underlagt investeringsbegrensningene i verdipapirfondloven. Spesialfond er en regulert form av såkalte ”hedgefond”. Det minnes om at de følgende punktene knytter seg til spesialfond, for de hedgefond som faller utenfor definisjonen av verdipapirfond gjelder reglene omtalt i kapittel 7.

Som vi var inne på i punkt 3.1.3.2 er dette fond som har større fleksibilitet med hensyn til investeringsstrategi enn andre verdipapirfond. Spesialfond kan begrense sin innløsningsadgang ned til minst en gang i året¹⁹⁴. Fondene er videre unntatt kravene om risikospredning, forbudet mot å ta opp lån, og forbudet mot å selge finansielle instrumenter fondet ikke eier¹⁹⁵. I motsetning til nasjonale fond kan andeler i spesialfond bare selges til profesjonelle kunder¹⁹⁶.

Som følge av at disse fondene ikke oppfyller UCITS-direktivets krav er disse kun godkjent for salg og markedsføring innenlands, og har ikke den markedsføringsadgangen etter passportreglene som gjelder for UCITS-fond innen EØS.

¹⁹³ I motsetning til spesialfond.

¹⁹⁴ Verdipapirfondloven § 7-5.

¹⁹⁵ Verdipapirfondloven §§ 7-1 og 7-2.

¹⁹⁶ Jf. punkt 6.1.1.

6.1 Generelle offentligetslige krav til plasseringen

Som nevnt gjelder som utgangspunkt verdipapirfondloven, men det er enten gitt en generell dispensasjon fra en rekke av begrensningene (spesialfond), eller en konkret dispensasjon for enkelte begrensninger (nasjonale fond som ikke er spesialfond).

6.1.1 Hvilken kapital kan fondsforvalteren disponere over?

6.1.1.1 Nasjonale fond som ikke er spesialfond

Når det gjelder hvor fondet kan hente kapital fra gjelder det for nasjonale samme regler som for alminnelige verdipapirfond. Nasjonale fond kan altså motta tegninger fra ikke-profesjonelle aktører. Det er heller ikke gitt adgang til å gi dispensasjon fra forbudet mot å ta opp lån¹⁹⁷.

6.1.1.2 Spesialfond

Verdipapirfondloven gir i § 7-7(2) forskriftsadgang til å fastsette nærmere regler om hvem spesialfondsandeler kan tilbys. Av verdipapirfondsforskriften § 7-4 fremgår at spesialfond bare kan selges og markedsføres til profesjonelle kunder. Hvem som skal anses som profesjonell kunde er det gitt nærmere akkrediteringsregler for i verdipapirforskriftens §§ 10-2 og 10-4. Hensynet til forbrukere og antagelsen om andelseierens typiske lave kunnskapsnivå og risikouvillighet gjør seg altså ikke gjeldende for spesialfond på samme måte som for alminnelige verdipapirfond.

For at spesialfond skal kunne fungere etter sin hensikt og gjennomføre sine investeringsstrategier er det en forutsetning at fondet kan belåne sine investeringer, stille fondets eiere som sikkerhet og handle med finansielle instrumenter det ikke eier. Spesialfond er derfor unntatt fra § 6-10, men dette unntaket er begrenset slik at forvaltningsselskapet likevel ikke kan pådra fondet kausjons- eller garantiforpliktelser.

¹⁹⁷ Verdipapirfondloven § 7-1 (1) nr. 2.

6.1.2 I hvilke objekter kan forvalteren investere kapitalen? Samt øvrige krav til plasseringen

6.1.2.1 Nasjonale fond som ikke er spesialfond

For nasjonale fond gir verdipapirfondloven § 7-1 uttømmende regulering av hvilke plasseringsregler det kan gis dispensasjon fra.

For alle typer verdipapirfond må investeringsobjektene være verdipapirer/finansielle instrumenter. Dersom fond er gitt adgang til å fravike de alminnelige plasseringsbestemmelsene skal fondet betegnes verdipapirfond med særskilt plasseringsstrategi¹⁹⁸.

Nasjonale fond kan begrense adgangen til innløsning og tegning av andeler fra minimum to ganger i måneden, men de må ta betegnes som verdipapirfond med begrenset inngang¹⁹⁹. I tråd med dette kan det gis samtykke til å fravike de alminnelige likviditetskravene²⁰⁰.

I forhold til de øvrige kravene, kan det lempes på kravene til risikospredning. Men det er ikke gitt adgang til å gi unntak fra grensene for maksimal eksponering ved bruk av derivater.

6.1.2.2 Spesialfond

Spesialfond er bare delvis underlagt investeringsbegrensningene, dette følger av verdipapirfondloven § 7-2. Lovgiver har i samme bestemmelse stilt krav til at spesialfond skal betegnes som nettopp dette i vedtektene. Spesialfonds investeringsstrategi gir investorene lavere grad av investorbeskyttelse, og man har dermed ment at det er viktig at disse betegnes på en måte som begrenser forvekslingsfaren med alminnelige verdipapirfond hvor graden av investorbeskyttelse som nevnt er svært høy²⁰¹.

¹⁹⁸ Verdipapirloven §§ 7-1, 6-1.

¹⁹⁹ Verdipapirfondloven §§ 7-1, 4-9(1), 4-12(1).

²⁰⁰ Verdipapirfondloven §§ 7-1.

²⁰¹ Prop 149 L (2010-2011) punkt 6.11.5.4.

For det første er spesialfond gitt en videre adgang enn andre verdipapirfond til å investere i verdipapirfond, under forutsetningen at fondene det investeres i er underlagt betryggende tilsyn²⁰².

Bestemmelser spesialfond generelt er unntatt fra er de som stiller de strenge likviditetskravene som gjelder for alminnelige verdipapirfond. Verdipapirfond kan som vi så ikke være helt lukket for innskudd eller innløsning av fondsandelene²⁰³. Spesialfond er imidlertid gitt adgang til å begrense innløsning-, og tegningsretten ned til en gang i året. Begrunnelsen for de strenge likviditetskrav for øvrige verdipapirfond gjør seg dermed ikke gjeldende på samme måte. Lovgiver har dermed gitt forvalter av spesialfond mulighet til i stor grad å plassere fondets midler i unoterte, eller generelt illikvide finansielle instrumenter²⁰⁴.

Verdipapirforskriften § 7-2 (2) oppstiller allikevel et krav dersom spesialfond skal investere i unoterte derivater: Slike derivater kan bare inngås mot bank, forsikringsselskap eller verdipapirforetak med tillatelse fra en EØS-stat eller mot bank eller forsikringsselskap med tillatelse fra en stat utenfor EØS som er underlagt betryggende tilsyn. I tillegg må motparten ha minimum rating "investment grade" fra et anerkjent ratingbyrå²⁰⁵. Spesialfond er altså avskåret fra å kunne investerte i unoterte derivater fra en motpart som ikke er ratet, eller som er blitt ratet og fått kredittverdighet bedømt til "high yield".

Spesialfond er også fritatt kravene til risikospredning av porteføljen i lovens § 6-6. Det er dermed mulig for spesialfond å eksponere fondet mot større enkeltrisiko.

²⁰² Verdipapirfondloven § 7-2(3).

²⁰³ Se punkt 3.1.4.

²⁰⁴ I § 7-2 unntatt § 6-5 § 6-3.

²⁰⁵ Investment grade er en rating etter en vurdering gjort av kredittverdigheten til et selskap. En slik rating er delt i to hovedblokker der hvor investment grade er den høyeste, og high yield er den laveste.

6.2 Spesielle privatrettslige rammer for forvaltningen

I tillegg til generelle regler fastsatt i loven vil de ulike fonds vedtekter fastsette dets nærmere risikoprofil²⁰⁶. Hensikten med en slik nærmere angivelse er å gjøre det oversiktlig og lett for potensielle investorer å sammenligne avkastning, risiko og kostnader mellom reelt sammenlignbare fond.

Verdipapirfondloven § 7-3 oppstiller ytterligere opplysningskrav for spesialfond, enn hva som gjelder for alminnelige verdipapirfond. Bakgrunnen for dette er de mange unntak fra plasseringsbestemmelsene som gjelder for alminnelige verdipapirfond, forhold til disse er dermed en del av forutsigbarheten er fjernet. Lovgiver har ikke ansett dette problematisk så lenge investorene får ytterligere informasjon, tilstrekkelig til å kunne foreta en informert investerings. Nasjonale fond utgjør dermed en mer uensartet gruppe, og for å fatte en informert investeringsbeslutning vil det kreve mer av den enkelte investor da disse som følge av dette ikke i samme grad er standardisert.

For spesialfond kreves at vedtektene skal angi hvilken aktivaklasse fondet ønsker å investere i, hvilke strategier fondet skal benytte, risikoprofil, og system for risikobegrensning som skal gjøre det mulig å overvåke og måle risikoen forbundet med fondets stilling og hvordan stillingen påvirker fondets risikoprofil. Vedtektene skal også inneholde info om fondet er åpent eller lukket for tegning.

7 Nærmere om forvalters handlingsrammer i alternative investeringsfond

Foruten den lovregulering som gjelder alle næringsdrivende, det begrensede nedslagsfeltet til verdipapirfondloven, og reglene som følger av verdipapirhandelloven, har ikke Norge

²⁰⁶ Verdipapirfondloven § 4-1 krever at søknad om tillatelse blant annet skal inneholde fondets vedtekter. § 4-4 sier mer om hva vedtektene skal inneholde. Her stilles krav til nærmere angivelse av plasseringsmandatet for fondet, og fondets risikoprofil.

hatt noe enhetlig eller felles regulering av forvaltning av alternative investeringsfond, eller av fondene som sådan. Etter verdipapirhandelloven er det konsesjonsbelagt å yte ”investeringstjenester på forretningsmessig basis”, Med andre ord betyr dette at dersom forvaltningen innebærer noe av det som faller inn under investeringstjenester i verdipapirhandelloven vil dette være konsesjonsbelagt²⁰⁷.

AIFMDs nedslagsfelt er som vi så angitt til enhver form for kollektiv investering som ikke er et UCITS-fond. Som nevnt legger ikke direktivet opp til å regulere ikke selve fondet, men kun forvaltningsselskapet. Essensen av direktivet er at det krever at forvalteren må være i stand til å yte både risikostyring og porteføljeforvaltning, og det kan ikke få tillatelse til kun å yte en av funksjonene.²⁰⁸ Dette er etter arbeidsgruppens forslag ikke til hinder for at enkelte av oppgavene utkontrakteres, så lenge forvalteren har *ansvaret* for utførelse av forvaltningen, hvilket i følge direktivet er både risikostyring og porteføljeforvaltning.²⁰⁹

7.1 Spesielle privatrettslige krav til plasseringen

Ettersom det ikke eksisterer noen enhetlig regulering av alternative investeringsfond, og reguleringen som er på trappene i utgangspunktet ikke knytter seg til fondet som sådan, er det for alternative investeringsfond styringsdokumentene som er hovedleverandør av plasseringspremissene. Styringsdokumentene fastsetter investeringsmandatet, og grensene for hva som kan utgjøre dette mandatet begrenses kun av alminnelig avtale og selskapsrett²¹⁰. Omtalen her begrenses til hva slike dokumenter typisk vil inneholde, og på hvilken måte dette skiller seg fra plasseringsreglene for verdipapirfond.

Som nevnt under punkt 3.2.2, vil AIF-fondene gjerne benevnes etter hvilke type objekter de investerer i. AIFers mulige investeringsområde er i motsetning til verdipapirfond negativt avgrenset, og forvalteren står her mye friere ved valg av investeringsobjekt.

²⁰⁷ Verdipapirhandelloven §§9-1 jf. 2-1.

²⁰⁸ AIFMD artikkel 6(5).

²⁰⁹ Rapport om AIFMD s 30.

²¹⁰ Se punkt 4.1.2.2.

Styringsdokumentene angir også plasseringens likviditet, og denne vil i de aller fleste tilfeller være mer begrenset enn for verdipapirfond. Som vi så i punkt 3.2.2.1 vil man eksempelvis ved investering i et PE-fond ofte ha låst innskuddet i en lengre tidsperiode. Noen avkastning av investeringen kan dermed være svært vanskelig å oppnå før forvalteren realiserer investeringen i porteføljen. Alminnelige andelseiere har typisk heller ikke noen organisatorisk rett til å kreve at investeringen blir realisert.

Fondene er som jeg var inne på i punkt 3.2.2.1 også typisk closed-ended. Fondene blir gjerne kun markedsført ved oppstarten av fondet og da kun til en begrenset krets av personer. Med andre ord er både tegningsadgangen og innløsningsadgangen begrenset. Det er derimot i utgangspunktet ikke noe i veien for å realisere andelen gjennom å selge den i annenhåndsmarkedet, der dette eksisterer.

7.2 Generelle offentligrettslige krav til plasseringen

Det har tradisjonelt ikke vært vanlig med regler som begrenser investeringsadgangen for diverse produkter. Reglene i verdipapirfondloven representerer her et unntak. For alternative investeringsfond skal vi allikevel se på mulige begrensning i to tilfeller. Det ene knytter seg til spørsmålet om å begrense hvor fondet kan hente kapital fra, hvilket har bakgrunn i investorsyn. Det andre tilfellet gjelder mulige begrensninger i hvor fondet kan plassere midlene, som vi skal se primært har sin begrunnelse av hensyn til systemrisiko.

7.2.1 Funding/Investorbegrensning

I rapporten om gjennomføring av AIFMD ble det reist spørsmål om man skulle avskjære forbrukere helt fra å kunne investere i alternative investeringsfond²¹¹. Bakgrunnen var erkjennelsen av at finansforetak og rådgivere har en tendens til å sette hensynet til egen inntjening foran kundens interesser, og at dette bidrar til uegnet markedsadferd²¹².

²¹¹ Rapport om AIFMD s. 93-98.

²¹² Rapport om AIFMD s. 94.

AIFMD tilkjenner et nasjonalt handlingsrom i vurderingen av om man skal tillate funding fra ikke-profesjonelle investorer.

Arbeidsgruppen nedsatt av finanstilsynet vurderte dette spørsmålet. Etter deres vurdering kunne et eventuelt forbud langt på vei være et effektivt tiltak for å hindre at slike produkter ble solgt til kunder som etter en faglig og veloverveid vurdering ikke burde investere i slike produkter. Gruppen vurderte det imidlertid som fordelaktig at også denne gruppen av investorer har tilgang til alternative investeringsprodukter, under argumentet at disse kan være bedre tilpasset den enkelte forbrukers investeringsprofil. Et forbud mot forbrukerinvestering ville innebære en helomvending fra dagens situasjon, og innebære et stort inngrep i den enkeltes handlefrihet. Arbeidsgruppen vurderte dermed et forbud mot forbrukerinvestering til å være et uproporsjonalt tiltak. Etter deres syn ville et slikt tiltak bli for inngripende og kunne virke tilfeldig sett i sammenheng med de finansielle instrument som fortsatt vil kunne tilbys til ikke-profesjonelle kunder. Et forbud vil eksempelvis ikke forhindre at forbrukere kjøper slike produkt fra utenlandske aktører. Dessuten vil forbrukerinvestorer kunne oppnå den samme eksponeringen gjennom investering i ulike feeder-strukturer²¹³. Kundene vil da bli eksponert for den risiko som er forbundet med slike investeringer, men gjerne til langt høyere kostnader.

Etter dette kom arbeidsgruppen til at den ikke ville foreslå et generelt forbud mot markedsføring av alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle kunder. For å øke investorvernet ble det i stedet foreslått gjennom innføring av ulike beskyttelsestiltak for at forbruker skal settes i stand til å foreta en informert investeringsbeslutning²¹⁴.

²¹³ Se punkt 3.2.2.4.

²¹⁴ Rapport om AIFMD s. 95-97.

7.2.2 Medfører AIFMD noen reelle begrensninger i de alternative investeringsfondenes plasseringsfrihet

Som allerede nevnt vil AIFMD direktivet stille operasjonelle og organisatoriske krav til alternative investeringsfond, men direktivet har som utgangspunkt ikke ønsket å stille noen krav til fondets investeringsmandat ut over det fondet selv bestemmer.

7.2.2.1 Risikobegrensninger

Som nevnt i punkt 2.3.2 kan forvaltere av alternative investeringsfond, av en viss størrelse, bidra til oppbygging systemrisiko i finansmarkedet.

Risikostyring er sammen med porteføljeforvaltning, en av de to kjerneoppgavene som i følge AIFMD artikkel 4 (1) w utgjør fondsforvaltning. Artikkel 15 (1) krever at risikostyringsfunksjonen er organisatorisk adskilt fra operasjonell virksomhet, herunder forvalterens porteføljeforvaltning.

Under dette krever artikkel 15 (4) at forvalteren skal fastsette risikorammer i form av øvre grenser for finansiell giring for fond under forvaltning. Det skal videre fastsettes grenser for adgang til å benytte gjenbruk av aktiva stilt som sikkerhet eller garantier under lånearrangementer. Dette har munnet ut i lovforslagets § 3-8 i proposisjonen:

§ 3-8 Finansiell giring

(1) For alternative investeringsfond som kan benytte finansiell giring, skal forvalteren fastsette grenser for tillatt maksimal finansiell giring og adgangen til gjenbruk av aktiva stilt som sikkerhet eller garanti etter avtaler om finansiell giring. Forvalteren skal i den forbindelse blant annet ta hensyn til fondstype, fondets investeringsstrategi, kilden til finansiell giring, forbindelser med andre finansielle tjenestetilbydere som kan medføre systemrisiko, behovet for å begrense eksponering mot en enkelt motpart, i hvilket omfang den finansielle firingen er sikret, forholdet mellom eiendeler og forpliktelser og virksomhetens innvirkning på relevante markeder.

Artikkel 15(4) som bestemmelsen bygger på krever at disse grensene fastsettes under hensyn til en rekke momenter, som er gjengitt i lovforslagets første ledd. Denne vurderingen sammenfaller i stor grad med pliktene forvalteren har etter de privatrettslige styringsdokumentene. Men det oppstilles og en rekke eksterne momenter, som etter ordlyden, må tas i betraktning ved fastsettelsen av grensene. Dette er behovet for å begrense eksponering mot en enkelt motpart, om den finansielle giringen er sikret, forholdet mellom eiendeler og forpliktelser, virksomhetens innvirkning på relevante markeder, og særlig viktig her: forbindelser med andre finansielle tjenestetilbydere som kan medføre systemrisiko.

Det legges altså opp til at grensene som skal fastsettes må vurderes blant annet under hensyn til mulig systemrisiko og øvrige eksterne momenter. Dette er altså lenger ikke bare valgfrie begrensninger som man selv står fritt til å regulere i styringsdokumenter, men det kreves at man foretar en vurdering av om fondets potensielle investeringer vil kunne ha uheldige innvirkninger på markedet særlig sett hen til faren for systemrisiko. Dette utgjør en mye mer skjønnsmessig, og dermed mindre forutsigbar, begrensning enn for verdipapirfond. I motsetning til ”vedtektsbegrensninger” som må avgjøres etter avtalerettslige tolkningsmomenter, legges det altså opp til at man må foreta en vurdering av fondets forhold til det øvrige markedet, hvilket blir en helt annen vurdering.

Artikkel 25 gir i denne forlengelse plikter både for fondsforvalter, medlemsstat og kompetent nasjonal myndighet, som i stor grad er gjengitt i lovforslagets annet og tredje ledd.

(2) Forvalteren 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 system, kan Finanstilsynet fastsette begrensninger for forvaltningen av fond, herunder begrensninger på maksimal finansiell giring.

(3) Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om finansiell giring

Forvalteren skal som nevnt etter første ledd fastsette grenser for finansiell giring, og må da etter annet ledd kunne godtgjøre at grensene som er fastsatt er forsvarlige og at de til enhver tid overholdes²¹⁵. Forvalterne rapporterer til Finanstilsynet²¹⁶. Finanstilsynet skal selv vurdere risikoen som bruken av finansiell giring medfører. Finanstilsynet skal dersom de finner dette nødvendig for å begrense oppbygging av nevnte risiko pålegge maksimale grenser for finansiell giring, eller andre restriksjoner på forvaltningen av fond.²¹⁷ Medlemsstatene forpliktes til å sikre at kompetent myndighet benytter informasjon innhentet etter artikkel 24 til å identifisere risiko.

7.2.2.2 Objektbegrensninger

Etter AIFMD artikkel 17 skal EU kommisjonen fastsette nærmere regler om adgangen for forvaltere av alternative investeringsfond til å investere i såkalte verdipapiriserte posisjoner²¹⁸. Artikkel 63 i samme direktiv foreslår å innføre tilsvarende regler for UCITS forvaltere. Lovforslaget i proposisjonen § 1-5 (1) gir som følge av dette departementet adgang til å i forskrift fastsette nærmere regler om forvalters adgang til å investere i verdipapiriserte posisjoner.

Verdipapirisering betegner det at en finansinstitusjon²¹⁹ i en portefølje samler en rekke utlån med sammenlignbare karakteristika. Deretter selger finansinstitusjonen denne porteføljen til et spesialforetak som kun er opprettet for nettopp dette formålet. Slike foretak omtales ofte som Special Purpose Vehicles (SPV) eller Special Investment Vehicles (SIV)²²⁰,

²¹⁵ Se nærmere om dette i AIFMD artikkel 24.

²¹⁶ Se artikkel 25 (3).

²¹⁷ plassert i lovforslagets § 3-8 (2).

²¹⁸ Det er også lagt til rette i art. 63 for at det innføres tilsvarende bestemmelse i UCITS-direktivet.

²¹⁹ Finansieringsvirksomhetsloven § 1-3.

²²⁰ Article 4 (a).

som i utgangspunktet skal være helt uavhengig av den overdragende finansinstitusjonen²²¹. For å finansiere kjøpet utsteder spesialforetaket obligasjoner med sikkerhet²²² i låneporteføljen. Avkastningen på obligasjonene betales av lånenes renteinntekter. Den overdragende institusjonen kan fortsatt forestå forvaltningen av porteføljen overfor låntakerne. Som følge av denne operasjonen overflyttes kredittrisikoen forbundet med lånene fra finansinstitusjonen til spesialforetaket, og dermed i realiteten til obligasjonseierne. Hovedpoenget med verdipapirisering er for finansinstitusjonen at den overdratte porteføljen ikke lenger vil inngå i institusjonens balanse. Den vil da heller ikke generere krav til ansvarlig kapital hos finansinstitusjonen, noe som reduserer institusjonens kapitalkostnader. Spesialforetaket er på sin side ikke underlagt krav til ansvarlig kapital mv.²²³

Av artikkel 17 følger:

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 condition of Article 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 %.”*

²²¹ Rapport om AIFMD s.52.

²²² Det er her ikke snakk om særskilt sikkerhet, men sikkerhet som oppstår fordi spesialforetaket ikke kan drive annen virksomhet og følgelig ha få andre kreditorer enn obligasjonseierne.

²²³ Myklebust s. 50 og 151.

En lignende bestemmelse er tidligere innført i kapitaldekningsdirektivet²²⁴. Gjennom å innføre tilsvarende bestemmelser i AIFMD og UCITS oppnås like krav til investeringer i verdipapiriserte posisjoner i ulike sektorer.

Kommisjonen har etter dette fastsatt nærmere krav til utsteder, sponsor eller opprinnelig kreditor av verdipapiriserte porteføljer av ett eller flere engasjementer utstedt etter 1. januar 2011 i forordning 231/2013, etter AIFMDs krav om at en av de nevnte aktører må beholde en netto økonomisk interesse på minimum 5 prosent²²⁵.

Bakgrunnen for bestemmelsene er de negative erfaringene med verdipapirisering fra seneste finanskrisen. Ved alminnelig kreditttyting har kreditor risikoen for utlånene. Han har dermed en interesse i å monitorere og kontrollere utlånene. Verdipapirisering innebærer som vi så at kredittrisikoen overføres til en annen part. Formålet ved å kreve at utsteder, sponsor eller opprinnelig kreditor beholder en netto økonomisk interesse av porteføljen og bevarer dermed incentivet til å kontrollere porteføljens risiko²²⁶.

For forvaltere av alternative investeringsfond innebærer dette på sin side at de maksimalt kan investere i 95 prosent av lånene i en verdipapirisert portefølje.

Obligasjoner med fortrinnsrett²²⁷ regnes ikke som verdipapiriserte posisjoner²²⁸. Arbeidsgruppen kom dermed i rapporten til at obligasjoner med fortrinnsrett da heller ikke skal omfattes av bestemmelsene i AIFMD.

²²⁴ Direktiv 2006/48/EF (Capital Requirement Directive) art 122a, innført med CRD II. Implementer gjennom eks kapitalkravforskriften §§ 26-3 og 26-4.

²²⁵ Direktiv 2006/48/EC Artikkel 4 punkt 41 og 42.

²²⁶ Rapport om AIFMD s 53.

²²⁷ Finansvirksomhetsloven kapittel 4.

²²⁸ Kapitalkravforskriften §§ 26-3 og 26-4.

Det må imidlertid bemerkes at banklovkommissjonen har foreslått å oppheve reglene om verdipapirisering i finansieringsvirksomhetsloven²²⁹. Forslaget er nå til vurdering i departementet.

²²⁹ NOU 2011: 8 pkt. 1.4.6 og pkt. 14.2.1.

8 Kilder

8.1 Lover

2011	Lov om verdipapirfond (Verdipapirfondloven) av 25. november 2011 nr. 44
2007	Lov om verdipapirhandel (Verdipapirhandelloven) av 29. juni 2007 nr. 75
2007	Lov om regulerte markeder (børsloven) av 29. juni 2007 nr. 74
1997	Lov om aksjeselskaper (Aksjeselskapsloven) av 13. juni 1997 nr. 44
1988	Lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner (finansieringsvirksomhetsloven) av 10. juni 1988 nr. 40
1985	Lov om ansvarlige selskaper og kommandittselskaper (selskapsloven) av 21. juni 1985 nr. 83

8.2 Forskrifter

2011	Forskrift til verdipapirfondloven (verdipapirfondforskriften) av 21. desember 2011 nr. 1467
2006	Forskrift om kapitalkrav for forretningsbanker, sparebanker, finansieringsforetak, holdingselskaper i finanskonsern, verdipapirforetak og forvaltningsselskaper for verdipapirfond mv. (kapitalkravsforskriften) av 14. desember 2006 nr. 1506

8.3 Forarbeider

Prop. 77 L (2013-2014)	Lov om forvaltning av alternative investeringsfond
2013	Rapport om gjennomføring av AIFMD i norsk rett 2013
NOU 2011: 8	Ny finanslovgivning. Utredning nr. 24 fra Banklovkommissjonen
Prop 149 L (2010-2011)	Lov om verdipapirfond
Ot. prp. nr. 36 (2007-2008)	Om lov om endringer i lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond mv. (regler om spesialfond)
2004	Kredittilsynets høringsnotat 18. november 2004

Ot. prp. nr. 68 (1980-81) Om lov om aksjefond mv.

8.4 Rettsavgjørelser

Oslo tingretts dom av 31. mars 2004

8.5 EU/EØS-kilder

8.5.1 Direktiver

Directive 2011/61/EU	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
EP/Rdir 2009/65/EF	Europa-parlamentet og Rådets direktiv 2009/65/EF af 13. juli 2009 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) (UCITS IV)

8.5.2 Forordninger

EU No 231/2013	Kommisjonsforordning (EU) nr. 231/2013 av 19. desember 2012 om supplerings til europaparlaments-, og rådsdirektiv 2011/61/EU om unntak, generelle vilkår for drift, depotmotakere, finansiell giring, gjennomskiktighet i markedet og tilsyn
----------------	--

8.5.3 Øvrige

ESMA/2012/845	Guidelines on key concepts of the AIFMD ESMA/2012/845
ESMA/2013/600	Final Guidelines on key concepts of the AIFMD ESMA/2013/600

8.6 Forvaltningspraksis

Finanstilsynets vedtak av 13. mai 2002 (sak 2002/03393)

Finanstilsynets rundskriv 24/1999

8.7 Litteratur

- Carroll & Kay (2012) Carroll, Chris & Kay, Samuel, Travers Smith LLP. *Investment Funds*. First edition. UK, 2012
- Myklebust (2011) Myklebust, Trude. *Innføring i finansmarkedsrett*. Bergen 2011
- Reppen (2006) Reppen, Erik. *Alternative Investeringer*. Oslo, 2006.

8.8 Artikler

- Tuyen (2007) Truyen, Filip. *Kollektive investeringsformer – forholdet mellom verdipapirfond, investeringselskaper og aksjespareklubber*, Tidsskrift for Rettsvitenskap, 2006 s. 268-340
- Svendsby og Hammerich (1999) Svendsby, Vibeke og Hammerich, Peter: *Verdipapirfondsförvaltning og aktiv förvaltning i et rettslig perspektiv*, Tidsskrift for forretningsjus, Årg. 5, nr 3 (1999)
- Grue (2004) Grue, Cecilie. *Nye regler om verdipapirfonds investering i derivater*, Tidsskrift for forretningsjus nr. 1/2004

8.9 Nettadresser

<http://www.finanstilsynet.no/no/Verdipapiromradet/Forvaltningsselskaper/Tema/AIFM-direktivet/>

<http://www.vff.no>

<http://www.altomfond.no/?module=Articles;action=ArticleFolder.publicOpenFolder;ID=88>