



Europeiske langsiktige fond i norsk kontekst

9. april 2019

Heftet vil bli løpende oppdatert

BAHR

Kjære leser,

Etter finanskrisen i 2008 innførte EU en rekke nye regler på finansområdet. Det skjedde både i form av endringer i eksisterende regelverk og i form av regulering på nye områder. Endringene hadde i første rekke til formål å motvirke fremtidige finanskriser. Dette var bakgrunnen for innføring av blant annet høyere kapitalkrav for banker (kreditinstitusjoner) og verdipapirforetak (CRD IV) og regulering av handel i unoterte (OTC) derivater (EMIR-forordningen).

Økte kapitalkrav førte til at bankene i mange EU-land strammet inn sin utlånspraksis. Sammenlignet med for eksempel USA, er bedriftene i Europa mer avhengig av bankfinansiering ettersom obligasjonsmarkedet er mindre. Dette medførte at det ble vanskeligere for bedrifter å skaffe finansiering. Blant initiativene for å bedre kapitaltilgangen for slike bedrifter var initiativet om en "Capital Markets Union" (CMU), som har som formål å bidra til kanalisering av investering til den «reelle økonomien». En del av CMU besto av regler for nye typer investeringsfond, først i form av European venture capital funds (EuVECA)¹ og noe senere European long-term investment funds (ELTIF)². Formålet med reglene er primært å lette kapitaltilgangen for unoterte selskaper.

EuVECA-forordningen har også en side til reglene i EUs AIFM-direktiv (AIFMD).³ Reglene i AIFMD gjaldt fra juli 2012 (i Norge fra juli 2014), og innførte krav til konsesjon for forvalteren for å markedsføre alternative investeringsfond i andre EU-stater enn der forvalteren av fondet er etablert. Dette er forholdsmessig kostbart for mindre fond og forvaltere, som ofte er tilfellet for venture-fond. EuVECA-forordningen gir rett å markedsføre slike fond over landegrensene i EU, og til ikke-profesjonelle investorer. Under AIFMD hører det til medlemsstatene å regulere markedsføring og salg til ikke-profesjonelle, og reglene om dette varierer ganske sterkt mellom ulike EU-land. I Norge kan det ikke skje uten særlig tillatelse fra Finanstilsynet.

EuVECA-forordningen har vært i kraft i EU siden juli 2013, mens ELTIF-reglene har vært i kraft siden desember 2015. Forordningene er ikke tatt inn i EØS-avtalen og reglene er ikke gjennomført i Norge ennå. Forslag til gjennomføring i Norge var på høring siste gang i februar 2019.⁴

Høringen fra februar 2019 var med relativt kort frist, noe som kan tilsi at reglene for EuVECA og Eltif vil gjennomføres i Norge i løpet av 2019.

I Norge har det ikke vært noen regulering av investeringsfond på fondsnivå (i nyere tid) utover reguleringen av verdipapirfond. EuVECA og ELTIF-forordningene er imidlertid «valgfrie» regelverk. Dersom man skal markedsføre et fond som et «EuVECA» eller et «ELTIF», må fondet være registrert under forordningene og oppfylle kravene der. Regelverket er ikke til hinder for å etablere fond med lignende investeringsmandat på uregulert basis. Forvaltning av disse vil være regulert av de alminnelige reglene under AIFMD.

¹ Regulation (EU) no 345/2013 on European venture capital funds. Det ble samtidig vedtatt en forordning om European social entrepreneurship funds (EuSEF) (Regulation (EU) no 346/2013). EuSEF-fondene er i utgangspunktet begrenset til investeringer i selskaper med ideelt formål og behandles ikke videre her.

² Regulation (EU) 2015/760 on European long-term investment funds

³ Directive 2011/61/EU on Alternative Investment Fund Managers

⁴ Jf. høringsbrev 23. april 2015, 25. juli 2016 og 26. februar 2019

Sett med norske øyne er spørsmålet om regelverkene gir muligheter som veier opp for ulemper av å miste fleksibiliteten som gjelder for uregulerte alternative investeringsfond. For norske formål er det særlig ett fortrinn for ELTIF (og i noe mindre grad for EuVECA), og det er at de kan gjennomføre investeringer i form av utlån til selskaper.

I Norge er utlånsvirksomhet, til forskjell fra mange andre land, lovregulert og forbeholdt selskaper med tillatelse i henhold til finansforetaksloven. Fond som investerer i «private debt» eller mezzaninfond kan dermed ikke yte lån til norske selskaper. Konsesjon som finansieringsforetak forutsetter i utgangspunktet at selskapet blir underlagt kapitalkrav som en bank. I tillegg til at kapitalbindingen gir lavere avkastningspotensiale, er det vanskelig å organisere et fond i samsvar med de øvrige reglene i finansforetaksloven.

Det gjelder ikke noen særlige regler om skattemessige behandling av EuVECA eller ELTIF, eller av investorene i slike fond. Dette reguleres av alminnelige skatteregler, se også BAHRs A-Å om skatt for Private Equity.

Veksten i antall EuVECA fond var fra start noe lav. Reglene ble derfor endret i 2017, og det er i dag om lag 240 slike fond i EU (inkludert Storbritannia). Her vil vi kun se på de oppdaterte reglene for EuVECA-fond, som var de som var gjenstand for høringen i februar 2019. Når det gjelder ELTIF-fond er det i dag en håndfull slike fond i EU. Reglene for ELTIF-fond er som vi vil se nedenfor, innrettet mot langt større fond enn EuVECA, noe som innebærer at antallet naturlig vil være lavere.

Vi oppdaterer heftet løpende. Ta derfor kontakt med oss for å sikre at du har seneste versjon.

God lesning!

INNHold

1. Forvaltning av EuVeca	4
2. Forvaltning av ELTIF.....	7
3. Fundraising med EuVeca.....	10
4. Fundraising med ELTIF	12

FORVALTNING AV EuVECA

Innledning

EuVECA-forordningen ble på mange måter vedtatt som en direkte konsekvens av AIFMD. AIFMD innførte et regelverk som er innrettet mot forvaltere av større hedgefond og private equity-fond. Direktivet innebærer et konsesjonsregime for alle forvaltere som forvalter fond med en samlet forvaltningskapital tilsvarende 100 millioner euro eller mer (tilsvarende 500 millioner euro eller mer dersom fondet ikke gir innløsningsrett og ikke kan belånes på fondsnivå). Muligheten til å markedsføre alternative investeringsfond over landegrensene basert på såkalt «passport» er forbeholdt forvaltere med konsesjon. Dette medførte at mindre forvaltere, som forvaltere av venture-fond ofte er, kostnadmessig ble hindret i å rette seg mot potensielle investorer i andre land.

Forvaltning av venturefond, som ofte er mindre i størrelse, er kostnadssensitiv, og forenklingene er ment å redusere disse kostnadene sammenlignet med kostnadene som knytter seg til konsesjon under AIFMD. For å gjøre EuVECA ytterligere attraktivt, er det også innført særlige insentiver for at forsikringsselskaper skal investere i slike fond. Disse er kort omtalt nedenfor.

For å kunne bli registrert som et EuVECA-fond, må både fondet og forvalteren være etablert i en EØS-stat. Fondet og forvalteren trenger ikke være etablert i samme stat, men fondet må være etablert innenfor EØS. Utover dette, inneholder ikke forordningen noen begrensning med hensyn til selskapsform, mv. Det innebærer at et EuVECA-fond kan organiseres i en form man mener er hensiktsmessig. For norske formål vil det typisk være som et aksjeselskap eller indre selskap.

Innvesteringsbegrensninger

Fondet må overholde nærmere bestemte investeringsregler som følger av EuVECA-forordningen. Disse investeringsbegrensningene må nedfelles i fondets stiftelsesdokumenter, det vil si vedtekter, aksjonæravtale eller selskapsavtale.

Investeringsstrategien må ha en målsetning om at minimum 70 % av fondets kapital må investeres i målselskaper som anses som venture-selskaper i forordningen. Maksimalt 30 % av kapitalen kan investeres utenfor rammen av dette. Et EuVECA-fond kan i alle tilfelle ikke erverve noe som forvalteren har en eierinteresse i. Bestemmelsen er ikke til hinder for såkalte «cross fund» transaksjoner, ettersom den ikke gjelder i tilfeller der forvalteren har indirekte eierinteresser gjennom fond som er forvaltet av samme forvalter. Bestemmelsen kan innebære begrensninger på adgangen til å skyte inn investeringer som er «warehoused» fra før etableringen av det aktuelle fondet.

EuVECA-forordningen definerer ventureinvesteringer (som kan inngå i de 70 % nevnt over) som investeringer i form av egenkapital, hybridinstrumenter eller utlån til selskaper som oppfyller ett av følgende vilkår på tidspunktet for første investering:

- Selskapet er ikke notert på regulert marked eller multilateral handelsfasilitet (MHF) og har ikke flere enn 499 ansatte (personer), eller
- Selskapet er en SMB notert på et vekstmarked for små og mellomstore bedrifter (som definert i verdipapirhandelloven § 9-31).

Det at kravet knytter seg til tidspunkt for første investering, innebærer at fondet kan gjøre oppfølgingsinvesteringer på et senere tidspunkt, selv om porteføljeselskapet da ikke oppfyller vilkårene. Porteføljeselskapene må være etablert i et EØS-land, eller et land utenfor EØS som har sluttet seg til OECDs modellavtale (OECD Model Tax Convention on Income and on Capital).

SMB er definert som bedrifter som har en gjennomsnittlig markedsverdi på mindre enn et beløp som svarer til 200 millioner euro beregnet på grunnlag av sluttkursen for de tre foregående kalenderårene. For norske formål innebærer det at et midcap-fond kan etableres som et EuVECA-fond.

Investeringene må gjennomføres som egenkapitalinvesteringer eller hybridinstrumenter. Et EuVECA-fond kan også yte lån (begrenset til 30 % av fondets kapital) til selskaper som fondet ellers har investeringer i. Fondet kan ikke belånes på fondsnivå som medfører en eksponering som overstiger kommitert kapital. Dette gjelder rene lån, men også derivatposisjoner eller andre metoder for å øke eksponeringen på fondsnivå. All form for belåning på fondsnivå skal være dekket av uinnkalt kapital.

Forordningen inneholder ikke spesifikke regler om risikospredning. De generelle reglene om opplysninger som skal gis til potensielle investorer tilsier likevel at et EuVECA-fond må ha visse krav til risikospredning nærmere beskrevet nedenfor.

Forvalter

Generelt

Et EuVECA-fond kan være forvaltet av en ekstern forvalter eller være «internforvaltet». Internforvaltning er noe utbredt i Sverige som følge av merverdiavgift på forvaltningstjenester. Internforvaltning innebærer for øvrig et avvik fra det som har vært det tradisjonelle skillet mellom fondet og forvalteren. En slik organisering er mindre egnet der ett miljø forvalter flere fond. Det gir også investorene en risikoeksponering mot kostnader og risiko som typisk har vært forvalterens alene. Det vil for eksempel gjelde adgangen til å skifte forvalter dersom forvalteren ikke overholder lovpålagte forpliktelser, eller tillitsforholdet mellom forvalteren og investorene går tapt. Videre vil investorene få en direkte eksponering mot kostnader knyttet til de ansatte, som da vil være ansatt av fondet selv.

EuVECA-fond kunne opprinnelig bare forvaltes av en registrert forvalter, og ikke av forvaltere som hadde konsesjon under AIFMD. Dette ble endret i 2017, og i dag kan både forvaltere som er registrert eller som har konsesjon forvalte EuVECA-fond.

Registrerte EuVECA-forvaltere

EuVECA-fond er alternative investeringsfond som definert under AIFMD, og den som forvalter et slikt fond må være registrert hos tilsynsmyndigheten i sin hjemstat. I Norge er dette Finanstilsynet. En forvalter som kun er registrert er i utgangspunktet ikke underlagt noen andre regler med hensyn til sin virksomhet.

En registrert forvalter for et EuVECA-fond vil bli underlagt enkelte særlige regler om forvaltningen i EuVECA-forordningen. Dette innebærer en strengere regulering enn det som gjelder for rent registrerte forvaltere, primært med hensyn til kapitalkrav, krav til at styremedlemmer og ledelse er «egnet», krav til intern organisering, god forretningsskikk, mv.

En registrert forvalter for et EuVECA-fond må ha en startkapital tilsvarende 50 000 euro, og oppfylle et løpende kapitalkrav tilsvarende 1/8 av forvalterens faste kostnader i det

foregående året. Dersom forvaltningskapitalen overstiger 250 millioner euro, gjelder et tilleggskrav på 0,02 % av beløpet over 250 millioner euro. Kapitalkravet ble økt med endringen i 2017, men er fremdeles lavere enn det som gjelder for forvaltere av alternative investeringsfond med konsesjon. Disse må ha en startkapital tilsvarende 125 000 euro og oppfylle et løpende kapitalkrav tilsvarende 25 % av forvalterens kostnader i det foregående året, i tillegg til et kapitalkrav som beregnes på grunnlag av kapital til forvaltning.

Tilsynsmyndigheten skal bare godta registrering av et EuVECA dersom de som faktisk leder virksomheten i forvalter er «egnet». Forordningen krever at forvalteren har tilstrekkelig kjennskap og forståelse for venture-selskaper de skal investere i, og at forvalteren utviser et høyt nivå av aktsomhet i utvelgelsen og løpende oppfølging av investeringene til fondet. I praksis må forvalteren etablere et skriftlig og dokumentert system for å etterleve disse reglene. Dette vil normalt også kreves av institusjonelle investorer når de foretar sin due diligence av aktuelle fond og forvaltere.

Kravene til intern organisering er i utgangspunktet nokså enkle sammenlignet med de som gjelder for forvaltere med konsesjon under AIFMD. Kravene omfatter et overordnet krav til god forretningsskikk, regler om likebehandling av investorer og håndtering av interessekonflikter. Selv om kravene i seg selv er relativt enkle, vil de forutsette at forvalteren etablerer et internt og dokumentert system for å etterleve dem. Hensynet til en forsvarlig organisering innebærer nok også at forvalteren må ha en form for kontrollfunksjon (compliance-funksjon) som kan sørge for rapportering til styret i forvalteren. Det vil være naturlig at vedkommende også er hvitvaskingsansvarlig.

Forvaltere med konsesjon under AIFMD

Endringen av EuVECA-forordningen i 2017 medførte at både registrerte og forvaltere med konsesjon kan forvalte EuVECA-fond. AIFMD åpner for at forvaltere som ikke er konsesjonspliktige frivillig underlegger seg konsesjonsplikt (såkalt «opt-up»). Forvaltere som ønsker å forvalte EuVECA-fond har i utgangspunktet ingen fordeler av å la seg underlegge AIFMD, med mindre de ikke også skal forvalte andre former for alternative investeringsfond og markedsføre disse i andre EØS-land. Dersom kapital til forvaltning overstiger terskelgrensene i AIFMD nevnt ovenfor, eller forvalteren ønsker å etablere eller markedsføre andre typer alternative investeringsfond i andre EØS-land, vil forvalteren uansett bli omfattet av konsesjonsplikten under AIFMD.

Forvaltere med konsesjon under AIFMD er som utgangspunkt underlagt alle kravene som følger av AIFMD, slik direktivet er gjennomført i det landet forvalteren er etablert. Disse kravene er langt mer omfattende og på enkelte punkter strengere enn de som følger av EuVECA-forordningen.

Forvaltere med konsesjon er underlagt et høyere kapitalkrav, krav til at styre og faktiske ledere er egnet, omfattende krav til intern organisering, god forretningsskikk, men også mer omfattende rapporteringskrav, vilkår for markedsføring og krav til depotmottaker for fond til forvaltning.

For disse forvalterne vil bestemmelsene vil EuVECA-forordningen ha forrang når det gjelder de «fondsspesifikke» reglene, det vil si investeringsbegrensninger, opplysninger til investorer og markedsføringsregler. Reglene om opplysninger til potensielle investorer og markedsføringsregler gjennomgås nærmere nedenfor.

FORVALTNING AV ELTIF

Innledning

ELTIF-forordningen ble også vedtatt med det hovedformål å sørge for bedre tilgang til finansiering for langsiktige unoterte investeringer og infrastrukturprosjekter. Det er også vedtatt særlige insentiver for at forsikringsselskaper investerer i slike fond beskrevet nærmere nedenfor. Reglene for ELTIF-fond reflekterer at disse fondene er ment å være langt større enn EuVECA-fond. ELTIF-fond kan bare forvaltes av forvaltere som har konsesjon under AIFMD, og ELTIF-forordningen inneholder i tillegg et langt mer detaljert regelverk på fondsnivå, sammenlignet med EuVECA-forordningen.

For å kunne bli registrert som et ELTIF-fond, må både fondet og forvalteren være etablert i en EØS-stat. Fondet og forvalteren trenger ikke være etablert i samme stat, men fondet må være etablert innenfor EØS. Utover dette, inneholder ikke forordningen noen begrensning med hensyn til selskapsform. Dette innebærer at fondet kan organiseres i en form man mener er hensiktsmessig. For norske formål vil det typisk være som et aksjeselskap, eller et indre selskap.

Dersom selskapsformen gjør det mulig å etablere en paraplystruktur med ulike «compartments», skal hver «compartment» anses som et separat ELTIF-fond. Det gjør det forutsetningsvis også mulig å etablere et ELTIF-fond som en avdeling av en eksisterende paraplystruktur, noe som kan være raskt og kostnadseffektiv for aktører som forvalter en slik struktur. Ulike aksje- eller andelsklasser anses etter praksis ikke som individuelle alternative investeringsfond. Det kan være aktuelt der man ønsker å skille mellom vilkår for ulike investorkategorier. Som vi kommer nærmere tilbake til nedenfor gjelder det særlige begrensninger for avvikende vilkår når ikke-profesjonelle tillates å investere, noe som innebærer at ulike aksjeklasser primært er aktuelt for ulike kategorier av profesjonelle investorer.

Investeringsbegrensninger

ELTIF-fond må overholde nærmere bestemte investeringsregler som følger av forordningen. Disse investeringsreglene må nedfelles i fondets stiftelsesdokumenter, det vil si vedtekter, aksjonæravtale eller selskapsavtale.

Investeringsstrategien for et ELTIF-fond må ha en målsetning om at minimum 70 % av fondets kapital skal investeres i porteføljeinvesteringer som anses for å være langsiktige i samsvar med ELTIF-forordningen. Maksimalt 30 % av kapitalen kan investeres utenfor rammen av dette, herunder i enkelte typer likvide instrumenter for ren likviditetsforvaltning. Med kapital menes total kommitert kapital, med fradrag for kostnader og kontantbeholdning. Et ELTIF-fond kan på samme måte som et EuVECA ikke erverve noe som forvalteren har en eierinteresse i (annet enn indirekte gjennom andeler i et fond som er forvaltet av samme forvalter). Dette kan legge begrensninger på adgangen til å skyte inn investeringer som er «warehoused» fra før etableringen av det aktuelle fondet.

Et ELTIF-fond kan i alle tilfelle ikke foreta short handel, ta direkte eller indirekte posisjoner i råvarer (herunder varederivater). Et ELTIF-fond kan ikke inngå avtaler om utlån av finansielle instrumenter, gjenkjøpsavtaler eller lignende, som knytter seg til mer enn 10 % av fondets eiendeler. Videre kan et ELTIF ikke inngå andre derivatavtaler med mindre de inngås for

sikringsformål. Det er vedtatt egne regler i delegert forordning (EU) 2018/480 om når en derivattransaksjon skal anses å være for sikringsformål.

Porteføljeselskaper som anses som langsiktige investeringer etter forordningen er selskaper som oppfyller ett av følgende vilkår:

- Selskapet er ikke notert på regulert marked eller multilateral handelsfasilitet (MHF),
- Selskapet er notert på regulert marked eller en multilateral handelsfasilitet, men har en markeds kapitalisering som ikke overstiger 500 millioner euro.

Porteføljeselskapene må være etablert i et EØS-land, eller et land utenfor EØS som har sluttet seg til OECDs modellavtale (OECD Model Tax Convention on Income and on Capital).

I motsetning til reglene i EuVECA-forordningen, gjelder vilkårene nevnt over ikke bare på tidspunktet for investering, men også løpende. Dersom et fond gjennomfører en exit ved notering, og porteføljeselskapet ikke lenger oppfyller kravet til å være unotert, vil investeringen fortsette å kunne telle mot de 70 % i tre år etter noteringen.

Videre kan et ELTIF-fond investere - direkte eller indirekte - i realaktiva som har en verdi på minst 10 millioner euro på tidspunktet for investering. Denne kategorien er ment å omfatte ulike typer infrastruktur, som for eksempel vindmølleparker, sosial infrastruktur som sykehus mv. Det kan nevnes at definisjonen av infrastruktur i ELTIF-forordningen ikke er samordnet med reglene om infrastrukturinvesteringer i Solvens II-kapitalkravsreglene for forsikringsselskaper.

I motsetning til EuVECA-forordningen, stiller reglene for ELTIF-fond opp krav til risikospredning for fondets investeringer. Ingen porteføljeinvestering kan som utgangspunkt utgjøre mer enn 10 % av fondets kommiterte kapital (beregnet med fradrag for kostnader). Grensen kan heves til 20 %, men da kun innenfor maksimalt 40 % av kommitert kapital (med fradrag for kostnader). Dette er i tråd med krav til diversifisering i uregulerte private equity-fond, og har både en side til risikospredning, og til at investorene skal kunne få eksponering mot en risikojustert avkastning.

Investeringene må gjennomføres som egenkapitalinvesteringer, hybridinstrumenter eller utlån. I motsetning til reglene for EuVECA-fond, er det ikke noe krav til at et ELTIF-fond bare kan yte lån til selskaper det ellers har investert i. Investeringer i form av utlån kan imidlertid ikke ha lenger løpetid enn fondets levetid, og kan ikke finansieres ved innlån. Dette siste kravet er fastsatt for å unngå at et ELTIF-fond opptre som en «shadow bank».

På generelt grunnlag kan et ELTIF-fond belånes på fondsnivå, begrenset til 30 % av innskutt og uinnkalt kapital. Forordningen krever at slik belåning skal bidra til økt avkastning for investorene, og forutsetningsvis dermed ikke for forvalter.

Investeringsbegrensningene skal gjelde fra et tidspunkt som er nedfelt i fondets stiftelsesdokumenter (vedtekter, aksjonæravtale, selskapsavtale), og opphører å gjelde fra det tidspunktet ELTIF-fondet går inn i sin realisasjonsperiode. Investeringsbegrensningene gjelder på denne måten i det som skal være den mest intensive investeringsperioden. Starttidspunktet kan likevel ikke være senere enn det tidligste tidspunktet av fem år etter at fondet ble registrert eller halvparten av fondets levetid.

Regler om innløsningsadgang

Et ELTIF skal som utgangspunkt ikke tilby innløsningsrett til investorene før etter utløpet av fondets levetid når fondet skal avvikles, slik tilfellet er for typiske private equity-fond. Dersom nærmere vilkår er oppfylt, kan et ELTIF-fond tilby innløsningsrett fra og med tidspunktet reglene om investeringsbegrensninger får anvendelse.

Forvalter

Et ELTIF-fond kan bare forvaltes av en forvalter som har konsesjon under AIFMD. Forvalteren må dermed være etablert i et EØS-land, og oppfylle kravene både i regler som gjennomfører AIFMD og reglene i ELTIF-forordningen. Det innebærer blant annet at det må oppnevnes en depotmottaker for ELTIF-fond, til forskjell fra EuVECA-fond. Dersom fondet også skal markedsføres til ikke-profesjonelle investorer (se nærmere om dette i avsnittet «*Profesjonelle og ikke-profesjonelle*»), gjelder strengere krav til depotmottaker.

Depotmottakeren må være en kredittinstitusjon, og det er ikke anledning for depotmottakeren til å begrense ansvar i tråd med reglene i AIFMD. Dette vil innebære at depotmottakertjenesten vil være mer kostbar enn det som er vanlig.

Reglene om markedsføring av ELTIF innebærer enkelte unntak fra bestemmelsene i AIFMD beskrevet nærmere nedenfor.

Innledning

Hovedformålet med EuVECA-forordningen var å lette tilgangen til finansiering for mindre bedrifter. Forordningen innførte dermed vesentlige unntak fra reglene for markedsføring i AIFMD, både når det gjelder markedsføring i andre medlemsstater, og markedsføring overfor ikke-profesjonelle investorer.

Markedsføring i hjemstaten og i andre land

Registreringen av et EuVECA-fond gir i seg selv adgang til å markedsføre fondet i hele EØS. For å bidra til lavere kostnader, innebærer EuVECA-forordningen et forbud mot at en vertsstat krever en avgift for å registrere fondet for markedsføring. Slike avgifter er vanlig i de fleste EØS-land (men ikke Norge) for andre typer alternative investeringsfond.

Profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer

Registreringen av et EuVECA-fond gir i seg selv også adgang til å markedsføre fondet både til profesjonelle og til ikke-profesjonelle investorer. Dette innebærer avvikende regler enn for alle andre typer alternative investeringsfond (bortsett fra EuSEF-fond), ettersom AIFMD overlater det til de ulike medlemsstatene å regulere markedsføring til ikke-profesjonelle investorer.

Definisjonene av profesjonelle og ikke-profesjonelle er de samme som for AIFM-direktivet, som i denne sammenhengen bygger på reglene i MiFID II. Profesjonelle investorer omfatter både de som er automatisk profesjonelle og de som kan anmode om å bli behandlet som profesjonelle (og som oppfyller vilkårene for dette).

For at en ikke-profesjonell investor skal kunne tegne seg, må investoren tegne seg for minst 100 000 euro. I tillegg må den aktuelle investoren bekrefte i et separat dokument at investoren er kjent med risikoen knyttet til den aktuelle investeringen. Disse vilkårene gjelder ikke når styremedlemmer eller ansatte (som er involvert i forvaltningen) i forvalteren investerer i fondet som ledd i medinvestering. Dette unntaket omfatter ikke andre som enkelte ganger er aktuelle for slik medinvestering, som konsulenter og andre «*industry experts*».

Investering i venture-fond er generelt en risikabel investering. Det er en naturlig følge av det segmentet slike fond investerer i, og at det ofte er mindre grad av risikospredning i slike fond. I lys av at minstetegning er satt til 100 000 euro, er en investering i EuVECA sjelden særlig egnet for ikke-profesjonelle investorer, med mindre investoren har en relativt stor investerbar formue og kan allokere en mindre andel til slike fond.

Selv om EuVECA-forordningen legger opp til at slike fond enkelt skal kunne markedsføres til ikke-profesjonelle, vil reglene om nøkkelinformasjon (KIID) i PRIIPS-forordningen uansett gjelde.⁵

Andeler i EuVECA-fond faller inn under definisjonen av et «investeringsprodukt» i PRIIPS-forordningen, noe som innebærer at man ikke kan tilby det til ikke-profesjonelle investorer uten at det også er utarbeidet et nøkkelinformasjonsdokument for det. PRIIPS-forordningen

⁵ Regulation (EU) No 1286/2014 on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs)

skiller ikke mellom tegning på investorens initiativ, og der fondet har blitt markedsført til en investor. Det innebærer at forvalteren må utarbeide og holde oppdatert et nøkkelinformasjonsdokument dersom det skal tilbys til ikke-profesjonelle. Nøkkelinformasjonsdokumentet må også oversettes dersom den aktuelle staten stiller krav til bruk av lokalt språk. Samlet innebærer dette en vesentlig kostnad for et venturemiljø, som kan tilsa at det ikke er attraktivt å markedsføre til ikke-profesjonelle investorer.

PRIIPS-forordningen er ikke tatt inn i EØS-avtalen eller gjennomført i norsk rett ennå. Gjennomføring har imidlertid vært gjenstand for høring.⁶

Forsikringsselskaper som investor

EuVECA-forordningen ble vedtatt for å bidra til økt investering i venture-segmentet. Det ble derfor også gjort endringer i kapitalkravene for forsikringsselskaper, gjennom en endring av forordning (EU) 2015/35 som førte til at aksjeinvesteringer i EuVECA-fond vektet som noterte aksjer (i stedet for unoterte).⁷ Forordningen gjelder som norsk forskrift etter forskrift, jf. Solvens II-forskriften § 53 (1).⁸

Ettersom EuVECA-forordningen ikke er gjennomført i norsk rett ennå, innebærer reglene at norske forsikringsselskaper har incentiver til å investere i EuVECA-fond etablert i andre EU-land. I Norge gjelder disse reglene på samme måte for pensjonskasser, etter at pensjonskasser ble underlagt delvis nye kapitalkravsregler fra 1. januar 2019 som bygger på Solvens II-reglene for forsikringsselskaper.

Det offentlige som investor

Da EuVECA-forordningen ble endret i 2017, ble det også innført en særlig bestemmelse om rett til mer fordelaktig behandling av offentlige investorer, dersom EuVECA-fondet fungerer som et verktøy for statlig investering av risikokapital, så som såkornordningen i Norge. Denne typen forskjellsbehandling må opplyses om i fondets stiftelsesdokumenter. Forsinkelsen knyttet til gjennomføring av EuVECA-forordningen i Norge innebar at man ikke kunne benytte seg av disse reglene for den nye såkornordningen som ble etablert i 2017.

⁶ <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing---gjennomforing-av-priips-forordningen-i-norsk-rett/id2553578/>

⁷ Delegert kommisjonsforordning (EU) 2017/1542

⁸ Forskrift 25. august 2015 nr. 999

FUNDRAISING MED ELTIF

Innledning

ELTIF-fond kan bare forvaltes av forvalter som har konsesjon under AIFMD. Forordningen har likevel enkelte særregler når det gjelder markedsføring, i tillegg til at det som for EuVECA-fond er fastsatt særlige insentiver for investering i ELTIF-fond av forsikringselskaper.

Grensekryssende markedsføring

Markedsføringsreglene styres av AIFMD, og innebærer at en forvalter av et ELTIF-fond kan starte markedsføring i sin hjemstat eller andre stater i EØS (på grunnlag av såkalt «passport») etter å ha gitt melding til tilsynsmyndigheten i sin egen hjemstat.

Profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer

Registrering som ELTIF-fond gir også adgang til å markedsføre fondet til ikke-profesjonelle investorer i EØS. Forvalteren må i melding om markedsføring presisere om markedsføring også skal rettes til ikke-profesjonelle.

Dersom markedsføring skal rettes til ikke-profesjonelle, gjelder det til dels omfattende tilleggskrav.

For det første må forvalteren ha en intern prosess for å vurdere hvorvidt andeler i fondet er egnet for ikke-profesjonelle investorer. Dette kravet har mange likhetstrekk med reglene om «produktbehandling» som følger av det reviderte verdipapirmarkedsdirektivet, MiFID II. På samme måte som etter MiFID II, må forvalteren foreta en intern vurdering og gjøre denne tilgjengelig for eventuelle distributører, slik at de kan ta hensyn til dette i sin produktbehandlingssprosess.

For det andre må det ved salg til ikke-profesjonelle investorer gjennomføres en egnethetsvurdering, slik at det vurderes om en investering i fondet er egnet for den aktuelle investoren. Kravet er enklere enn det som følger av MiFID II med hensyn til egnethetsvurdering ved investeringsrådgivning og aktiv forvaltning. Forordningen krever videre at forvalteren eller distributøren yter investeringsråd til investoren i ved markedsføring. Det innebærer at distributører vil måtte yte investeringstjenesten investeringsrådgivning, og oppfylle verdipapirhandelens krav med hensyn til egnethetsvurdering, fremfor de noe enklere kravene i ELTIF-forordningen. Dersom forvalteren selv tilbyr andeler, må forvalteren ha tillatelse til å yte investeringsråd.

Dersom investoren har en portefølje av finansielle instrumenter hvor verdien ikke overstiger 500 000 euro, skal forvalteren eller distributøren sikre at investoren ikke investerer et beløp som overstiger 10 % av dette og at investeringer i ELTIF-fond er 10 000 euro.

Andeler i ELTIF-fond er på samme måte som EuVECA-fond «investeringsprodukter», og det må i tillegg utarbeides et nøkkelinformasjonsdokument (KIID) dersom andeler tilbys til ikke-profesjonelle investorer.

Det gjelder også begrensninger på fondsvilkårene dersom det skal markedsføres til ikke-profesjonelle, ved at det da ikke er tillatt å tilby bedre vilkår til enkeltinvestorer eller grupper av investorer. Ved plassering av private equity fond er det ikke ualminnelig å ha forskjellige

typer ordninger for visse grupper av investorer, som rabatter til større investorer, «early bird»-rabatter for de som tegner seg tidlig, osv. Begrensningen på dette, sammen med de økte kostnadene som reglene medfører med hensyn til depottjenester og krav til nøkkelinformasjonsdokument, innebærer at det samlet sett er vanskelig å kombinere fond for både profesjonelle og ikke-profesjonelle, ettersom de profesjonelle i praksis vil måtte «subsidiere» de ikke-profesjonelle.

Særlig om investorer som er forsikringsselskaper

ELTIF-forordningen ble vedtatt for å bidra til økt investering i langsiktige og unoterte investeringer. Gjennom endringer i forordning (EU) 2015/35 ble det dermed også fastsatt at aksjeinvesteringer i ELTIF-fond skulle vektas som noterte aksjer (i stedet for unoterte), jf. avsnittet om «Forsikringsselskaper som investor» over.

Ettersom ELTIF-forordningen ikke er gjennomført i norsk rett ennå, innebærer reglene at norske forsikringsselskaper har insentiver til å investere i ELTIF-fond etablert i andre EU-land. I Norge gjelder disse reglene på samme måte for pensjonskasser, etter at pensjonskasser ble underlagt delvis nye kapitalkravsregler fra 1. januar 2019 som bygger på Solvens II-reglene for forsikringsselskaper.

BAHRS MARKEDSRUPPE FOR KAPITALFORVALTNING OG PRIVATE EQUITY



Peter
Hammerich



Børre Sofus
Arnet



Øystein
Guvåg



Camilla
Jøtun



Vibeke K.
Svendsby



Markus
Heistad



Jonathan
Uggedal



Tim Carey



Becky
Wightman



Daniel N.
Nyberg



Henrik K.
Torp



Karoline
U. Hoel



Kristine B.
Bjerke



Ole Martin
Drevvatne



Annette
Reinsberg



Andreas
G. Owing



Isabelle
S. Kleppe



Malin H.
Rørvik



Clara
Chang



Marianne
Wickstrøm



Line
Berglund



Isabell B.
Gjermunds



Line O.
Søgner



Kristin M.
Tørrissen

This image shows a single sheet of white paper with horizontal ruling lines. The lines are evenly spaced and run across the width of the page. There are no margins, text, or other markings on the paper.



VIKTIG INFORMASJON:

Innholdet i dette heftet er kun ment som generell informasjon, og skal verken erstatte eller anses som juridisk rådgivning. Innholdet er forenklet og er ikke tilpasser den enkelte mottakers situasjon. Advokatfirmaet BAHR AS tar ikke ansvar for eventuelle feil eller mangler i heftet, eller beslutninger som helt eller delvis er basert på innholdet i heftet.

BAHR