

Fjármála- og efnahagsráðuneytið
Júní 2015

Ný heildarlög um rekstraraðila sérhæfðra sjóða

- byggð á AIFMD tilskipun Evrópusambandsins nr. 2011/61

Efnisyfirlit

1	Formáli	4
2	Samantekt	5
3	Hugtakið sérhæfður sjóður (e. <i>alternative investment fund</i>)	7
	3.1 Gildandi réttur.....	7
	3.2 Efnisreglur tilskipunarinnar	8
	3.3 Nánar um hugtakið sérhæfður sjóður.....	9
	3.3.1 Tillaga hópsins – Sérhæfðir sjóðir.....	9
	3.4 Rekstraraðilar sérhæfðra sjóða (e. <i>Alternative Investment Fund Managers</i>)	10
4	Sjóðaumhverfið á Íslandi.....	10
	4.1 Verðbréfasjóðir.....	10
	4.2 Fjárfestingarsjóðir.....	11
	4.2.1 Gildandi réttur.....	11
	4.2.2 Efnisreglur tilskipunar	11
	4.3 Fagfjárfestasjóðir	12
	4.3.1 Tillaga nefndarinnar.....	13
	4.4 Rekstraraðilar og fagfjárfestasjóðir hér á landi.....	13
	4.5 Umfang sérhæfðra sjóða og rekstraraðila á Íslandi	14
5	Lágmarkskröfur – fjárhæðarviðmið.....	15
	5.1 Noregur.....	16
	5.2 Írland.....	16
	5.3 Liechtenstein.....	17
	5.4 Svíþjóð.....	17
	5.5 Tillaga nefndarinnar.....	17
6	Starfsleyfi	18
	6.1 Gildandi réttur.....	18
	6.2 Starfsleyfisskylda - ólíkir rekstraraðilar	18
	6.3 Tegund starfsleyfis.....	20
	6.4 Starfsleyfisskilyrði.....	21
	6.5 Stofnfé og eiginfjárkröfur	22
	6.6 Tillaga nefndarinnar.....	23
7	Skipulagskröfur og starfsskilyrði rekstraraðila sérhæfðra sjóða	23
	7.1 Gildandi réttur.....	23
	7.2 Hagsmunaárekstrar	24
	7.3 Starfskjarastefna	24
	7.4 Áhættustýring	25
	7.5 Lausafjárstýring	25
	7.6 Fjárfesting í verðbréfuðum stöðum/skuldabréfavafningum.....	25
	7.7 Verðmat	25
	7.8 Útvistun	26
8	Vörsluaðilar	26
	8.1 Gildandi réttur.....	26
	8.1 Efnisreglur tilskipunarinnar	26
	8.1.1 Hlutverk vörsluaðila	27
	8.1.2 Sjálfstæði vörsluaðila frá rekstraraðila	28
	8.2 Tillaga nefndarinnar.....	28
9	Vogun.....	29
	9.1 Gildandi réttur.....	29
	9.2 Reglur tilskipunarinnar um vogun (e. <i>leverage</i>).....	29
10	Gagnsæiskröfur og upplýsingaskylda.....	29
	10.1 Gildandi réttur.....	29
	10.2 Almenn upplýsingagjöf samkvæmt AIFMD	30
	10.3 Upplýsingagjöf rekstraraðila til fjárfesta samkvæmt AIFMD.....	30
	10.4 Reglubundin skýrsluskil til eftirlitsaðila samkvæmt AIFMD.....	31

11	Kvaðir sem fylgja yferráðum í óskráðum félögum og útgefanda hlutabréfa í viðskiptum á skipulegum verðbréfamarkaði.....	31
11.1	Upplýsingaskylda í tengslum við yferráð og verulegan hlut atkvæðisréttar	31
11.2	Flutningur verðmæta úr félagi (e. <i>asset stripping</i>)	32
12	Markaðssetning yfir landamæri – Evrópupassi	33
12.1	Gildandi réttur.....	33
12.1.1	Markaðssetning erlendra sjóða héraðs.....	33
12.1.2	Markaðssetning innlendra sjóða erlendis.....	33
12.2	Efnisreglur tilskipunarinnar	33
12.3	Hvað er markaðssetning samkvæmt AIFMD?.....	34
12.3.1	Tillaga nefndarinnar.....	34
12.4	Efnisreglur AIFMD um markaðssetningu yfir landamæra	34
12.5	NPPR kerfi (e. <i>National Private Placement regime</i>).....	36
12.5.1	Gildandi réttur.....	36
12.5.2	Almennt	37
12.6	Tillaga nefndarinnar.....	38
	Skýringarmynd - markaðssetning skv. AIFMD og NPPR.....	39
13	Markaðssetning sérhæfðra sjóða til almennra fjárfesta á Íslandi.....	40
13.1	Gildandi réttur.....	40
13.2	Almennt	40
13.3	Fjárfestingarsjóðir markaðssettir til almennings.....	40
13.3.1	Tillaga nefndarinnar.....	41
13.4	Markaðsetning annarra sjóða en fjárfestingarsjóða til almennra fjárfesta	41
13.5	Önnur lönd.....	42
13.6	Tillaga nefndarinnar.....	43
14	Eftirlit og viðurlög.....	44
14.1	Hlutverk Fjármálaeftirlitsins.....	44
14.2	Hlutverk Eftirlitsstofnunar EFTA.....	45
14.3	Viðurlög.....	45
15	Mat á áhrifum	46
15.1	Kostnaðarmat.....	46
15.2	Aðrar lagabreytingar.....	46

1 Formáli

Í apríl árið 2009 lagði Evrópusambandið fram tillögu að tilskipun um rekstraraðila sérhæfða sjóða (*Alternative Investment Fund Managers Directive, AIFMD*).¹ Tilskipun 2011/61/ESB, sem samþykkt var hinn 8. júní 2011 tekur til starfsemi rekstraraðila sérhæfðra sjóða, þ.e. annarra sjóða en verðbréfasjóða (UCITS-sjóða). Engin heildstæð Evrópulöggjöf hafði áður tekið til starfsemi slíkra rekstraraðila. Markmið tilskipunarinnar er að samræma regluverk milli aðildarríkja, tryggja einsleitni á innri markaði Evrópska efnahagssvæðisins (EES), efla eftirlit, auka gagnsæi á sjóðamarkaði og efla traust á starfsemi sérhæfðra sjóða og rekstraraðila þeirra.

Þjóðréttarlegar skyldur Íslands á grundvelli EES-samningsins kalla á upptöku tilskipunarinnar hér á landi en þar sem hún kveður á um lágmarkssamræmingu er íslenskum stjórnvöldum eftirlátið að ákveða að hvaða leyti það svigrúm sem tilskipunin býður upp á skuli nýtt við innleiðingu í íslenskan rétt og hvort rétt þyki að gangi lengra en lágmarksskröfur gerðarinnar kveða á um.

Fjármála- og efnahagsráðherra skipaði nefnd sérfræðinga hinn 30. september 2013 sem falið var það verkefni að vinna frumvarp til nýrra laga um rekstraraðila sérhæfðra sjóða byggt á efnisreglum tilskipunarinnar. Fjórar afleiddar gerðir² fylgja tilskipuninni og mun nefndin einnig koma að vinnu við innleiðingu þeirra í íslenskan rétt. Nefndin skal taka afstöðu til að hvaða leyti rétt sé að nýta svigrúmið sem tilskipunin og undirgerðir hennar bjóða með tilliti til íslenskra aðstæðna.

Nefndina skipa:

- ✓ Eva H. Baldursdóttir, formaður, fjármála- og efnahagsráðuneytinu, skipuð án tilnefningar,
- ✓ Guðmundur Kári Kárason, fjármála- og efnahagsráðuneytinu, skipaður án tilnefningar,
- ✓ Kristján Andrésson, tilnefndur af Fjármálaeftirlitinu,
- ✓ Vigdís Sveinsdóttir, tilnefnd af Fjármálaeftirlitinu,
- ✓ Guðríður Ásgeirsdóttir, tilnefnd af Kauphöll Íslands,
- ✓ Harald Gunnar Halldórsson, tilnefndur af Samtökum fjármálafyrirtækja og
- ✓ Eliisa Kaloinen, tilnefnd af Seðlabanka Íslands.

Markmið þessarar skýrslu er að varpa ljósi á meginatriði tilskipunarinnar og koma af stað umræðu sem nýtast mun við gerð nýrrar heildarlöggjafar um rekstraraðila sérhæfðra sjóða hér á landi, en stefnt er að framlagningu frumvarps þar um á næstkomandi haustþingi.

Í 2. kafla skýrslunnar er að finna samantekt þar sem tillögur nefndarinnar og helstu álitæfni eru dregin saman. Tillögurnar eru lagðar fram í samræmi við markmið tilskipunarinnar og með hliðsjón af löggjöf þeirra ríkja sem heppileg þykja til samanburðar m.t.t. íslenskra aðstæðna. Nefndin óskar eftir umsögnum haghafa um tillögurnar og skýrsluna í heild sinni.

¹ Directive 2011/61/EU 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.

² Commission Delegated Regulation (EU) No 231/2013 on Alternative Investment Fund Managers supplementing Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council with regard to exemptions, general operating conditions, depositaries, leverage, transparency and supervision. Commission Implementing Regulation (EU) No 448/2013 establishing a procedure for determining the Member State of reference of a non-EU AIFM pursuant to Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council. Commission Implementing Regulation (EU) No 447/2013 establishing the procedure for AIFMs which choose to opt in under Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council.

2 Samantekt

Skilgreiningar

1. *Rekstraraðili sérhæfðra sjóða (e. Alternative Investment Fund Manager, AIFM)*: Lögaðili sem hefur það að aðalstarfsemi að starfrækja sérhæfða sjóði.³

2. *Sérhæfður sjóður (e. Alternative Investment Fund, AIF)*: Sjóður sem safnar fjármunum frá fjárfestum með það að markmiði að fjárfesta í samræmi við kunngerða fjárfestingastefnu og telst ekki verðbréfasjóður (UCITS) í skilningi laga nr. 128/2011.⁴

Tilgangur AIFMD tilskipunarinnar er að koma á samræmdu regluverki fyrir starfsemi rekstraraðila sérhæfðra sjóða á innri markaði Evrópska efnahagssvæðisins (EES) og tekur hún bæði til evrópskra rekstraraðila og rekstraraðila utan EES sem markaðssetja sjóði innan svæðisins. Engin heildstæð Evrópulöggjöf hafði áður tekið til starfsemi slíkra rekstraraðila og var löggjöf EES-ríkja ósamræmd.

Lagaumhverfi sjóðamarkaðar hér á landi breytist talsvert með tilskipuninni. Til innleiðingar á efnisákvæðum tilskipunarinnar í íslenskan rétt er lagt til að sett verði ný heildarlög um rekstraraðila sérhæfðra sjóða og að sjóðamarkaðnum verði skipt upp í verðbréfasjóði (UCITS) og sérhæfða sjóði (AIF). Fagfjárfestasjóðir og fjárfestingarsjóðir í skilningi laga nr. 128/2011 um verðbréfasjóði, fjárfestingarsjóði og fagfjárfestasjóði falla undir síðarnefnda hugtakið. Lagaleg umgjörð fjárfestingarsjóða verði þó áfram að miklu leyti í lögum nr. 128/2011, einkum hvað varðar fjárfestingarheimildir.

Stefnt er að framlagningu frumvarpsins á næstkomandi haustþingi sem mun fela í sér umgjörð um veitingu starfsleyfa til rekstraraðila sérhæfðra sjóða og um starfsemi og gagnsæi sérhæfðra sjóða sem starfræktir og/eða markaðssettir eru innan EES.

Samkvæmt núgildandi lögum um verðbréfasjóði, fjárfestingarsjóði og fagfjárfestasjóði nr. 128/2011 eru fagfjárfestasjóðir tilkynningarskyldir til Fjármálaeftirlitsins. Með tilkomu regluverksins munu rekstraraðilarnir sjálfir verða eftirlitsskyldir samkvæmt lögum um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi nr. 87/1998 og lögum um greiðslu kostnaðar við opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi nr. 99/1999. Þeir sem falla undir skilyrði tilskipunarinnar eru starfsleyfis skyldir en starfsleyfið veitir þeim heimild til markaðssetningar þeirra sjóða sem þeir stýra á öllu Evrópska efnahagssvæðinu (Evrópupassi).⁵

AIFMD tilskipunin kveður á um lágmarkssamræmingu (e. *minimum harmonisation*) og er íslenskum stjórnvöldum því heimilt að setja strangari eða ítarlegri reglur um rekstraraðila sérhæfðra sjóða eða starfsemi sérhæfðra sjóða, en ekki má ganga skemur. Í mörgum tilvikum er skilið eftir svigrúm til handa aðildarríkjunum og eru tillögur nefndarinnar í einstaka álitaefnum hér að neðanverðu.

³ Skilgreining á rekstraraðila er nokkuð víðtæk og gildir án tillits til þess á hvaða rekstrarformi að lögum rekstraraðilinn er, sem og á hvaða lagagrundi til sjóðanna er stofnað þ.e. með stofnsamningi eða á öðru formi.

⁴ Ekki máli hvort sjóðurinn er opin eða lokaður, þ.e. hvort innlausnarskylda er til staðar eða ekki, hver lagaleg umgjörð sjóðsins er eða hvort sjóðurinn er skráður á markaði eður ei.

⁵ Fjallað er um markaðssetningu í kafla 12.

Tillögur nefndarinnar

- ✓ Hugtakið sérhæfðir sjóðir verði notað til þýðingar á enska hugtakinu *alternative investment funds*. Sérhæfðir sjóðir verði þá yfirheiti yfir alla aðra sjóði en verðbréfasjóði (e. UCITS), þ.m.t. fjárfestingarsjóði og fagfjárfestasjóði.⁶
- ✓ Stærri rekstraraðilum, sem falla undir fullt gildisvið tilskipunarinnar, verði heimilt að stofna sérhæfðan sjóð hvort sem þeir eru rekstrarfélög verðbréfasjóða eða reknir á öðru lagalegu formi. Þeirri framkvæmd, að aðeins rekstrarfélög verðbréfasjóða hafi heimild til að stofna sjóð sbr. 60. gr. laga nr. 128/2011, verði hrint. Hvað varðar smærri rekstraraðila sem þurfa aðeins að uppfylla lágmarkskröfur regluverksins telur nefndin rétt að aðeins rekstrarfélög verðbréfasjóða hafi heimild til að stofna sjóði, og eftir atvikum önnur fjármálafyrirtæki, svo aðgreining eigna sé með fullnægjandi hætti.⁷
- ✓ Smærri rekstraraðilum sérhæfðra sjóða á Íslandi, verði gert að uppfylla kröfur sem ganga lengra en lágmarkskröfur tilskipunarinnar á rekstraraðila sem ná ekki fjárhæðarviðmiðum. Lágmarkskröfurnar eru annars vegar í samræmi við kröfur gildandi réttar og hins vegar grundvallast á mati Seðlabanka og Fjármálaeftirlits að teknu tilliti til eðlis þeirrar starfsemi sem sérhæfðir sjóðir stunda á Íslandi. Fjárhæðarviðmið tilskipunarinnar sem uppfylla þarf til að falla undir fullt gildisvið eru auk þess há miðað við stærð íslenska hagkerfisins.

Kröfurnar varða að mestu upplýsingagjöf til fjárfesta og Fjármálaeftirlitsins, en gerður er áskilnaður um ársreikning og upplýsingagjöf til fjárfesta um fjárfestingarstefnu og markmið sjóðsins. Einnig er lagt til að gerðar verði kröfur um sambærilega framkvæmd verðmats á eignum sjóðsins og gagnvart stærri rekstraraðilum, enda æskilegt að gæta samræmis á milli rekstraraðila hvað varðar gerð verðmats eigna óháð stærð þeirra á markaði. Að lokum er lagt til að lausafjárstýring sé til staðar hjá sjóðnum og rekstraraðili uppfylli ákveðin skilyrði um útvistun verkefna.

- ✓ Erlendum rekstraraðilum sérhæfðra sjóða⁸ sem hyggjast markaðssetja til almennings hér á landi sjóð sem telst sambærilegur íslenskum fjárfestingarsjóð þurfi að hlíta sambærilegu regluverki og hafa auk þess heimild til markaðssetningar til almennra fjárfesta í sínu heimaríki⁹. Markaðssetningu erlendra fjárfestingarsjóða hér á landi sem ná ekki fjárhæðarviðmiðum og hafa því ekki Evrópupassa verði óheimil.
- ✓ Tekið verði upp samræmt verklag á grundvelli Evrópupassans í tengslum við markaðssetningu sjóða rekstraraðila frá þriðju ríkjum hér á landi og núverandi NPPR kerfi (e. *national private placement regime*) því afnumið.¹⁰ Þegar ný lög hafa tekið gildi verði því aðeins tekið við tilkynningum um markaðssetningu erlendra sjóða hér á landi á grundvelli Evrópupassans þar til að ákvæði í AIFMD tilskipuninni verða virkjuð.

⁶ Sjá nánari umfjöllun í 3. kafla.

⁷ Sjá nánari umfjöllun í 4 og 5. kafla um aðgreiningu eigna og lágmarkskröfur.

⁸ Með skráningu innan EES.

⁹ Sjá nánari umfjöllun í 13. kafla.

¹⁰ Sjá nánari umfjöllun í kafla 12. 6, sbr. Árið 2018 kemur í ljós hvort þau ákvæði sem taka til samevrópsks NPPR kerfis virkjast eður ei. Nefndin telur hins vegar að ef halda eigi núverandi kerfi þurfi að skrifa sérstakt ákvæði í lögum þar sem m.a. verði gerð krafa um gagnkvæma viðurkenningu á markaðssetningu sérhæfðra sjóða í þriðju ríkjum. Afnáam kerfisins hefur hins vegar þau áhrif að þeir bandarísku rekstraraðilar sem hafa tilkynnt um markaðssetningu sjóða hér á landi myndu missa rétt til áframhaldandi markaðssetningar en líkt og rakið er í kafla 12 er ekki talið að það myndi hafa veruleg áhrif á viðskiptalega hagsmuni íslenskra fjárfesta.

- ✓ Opnað verði á frekari markaðssetningu sérhæfðra sjóða til almennra fjárfesta.¹¹ Ýmsa þætti þarf þó að hafa í huga. Ljóst þykir að viðkomandi rekstraraðili yrði starfsleyfis skyldur, óháð því hvort hann næði fjárhæðarviðmiðum tilskipunarinnar eður ei. Meta þarf hvort rétt væri að gera kröfu um viðbótarstarfsleyfi vilji rekstraraðili markaðssetja sjóð til almennra fjárfesta, líkt og í Danmörku og Svíþjóð. Skoða þarf með hvaða hætti væri rétt að miðla upplýsingum til líklegra fjárfesta, svo sem með útgáfu útboðslýsingar, lykilupplýsingablaðs o.fl. Jafnframt hvort takmarka þurfi fjárfestingarheimildir sérhæfðra sjóða sem boðnir eru almenningi, gera kröfu um innlausnarskyldu eða takmarka stærð sjóða. Loks verður útfærslan að taka mið af þeim breytingum sem innleiðing MiFID II¹² mun hafa á íslenskan rétt.

Sérstaklega er óskað eftir umsögnum um þessa tillögu.

- ✓ Lögmönnum og endurskoðendum verði heimilt að sinna hlutverki vörsluaðila ef um er að ræða sérhæfðan sjóð án innlausnarréttar fyrstu fimm ár frá dagsetningu upphaflegrar fjárfestingar, í fjárfestingarstefnu komi fram að ekki sé fjárfest í eignum sem eru almennt undirornar vörslum og ekki sé almennt fjárfest í útgefendum eða óskráðum félögum í þeim tilgangi að ná yfirráðum yfir þeim félögum.¹³ Einkum er átt við fasteignasjóði í þessu sambandi en tilteknir áhættufjármagnssjóðir gætu einnig fallið hér undir.

3 Hugtakið sérhæfður sjóður (e. *alternative investment fund*)

3.1 Gildandi réttur

Hugtakið fagfjárfestastjóður er samkvæmt gildandi rétti nokkuð takmarkað. Samkvæmt lögum nr. 128/2011 er fagfjárfestastjóður sjóður um sameiginlega fjárfestingu sem eingöngu stendur fagfjárfestum til boða sbr. 3. tl. 2. gr. laganna. Frekari skilgreiningu er ekki að finna, hvorki í lögnum né stjórnvaldsfyrirmælum, en fagfjárfestastjóð er hægt að stofna skv. lögum sem sjóð, sjóðsdeild eða í félagaréttarlegu formi. Fjárfestingarsjóður er aftur á móti sjóður um sameiginlega fjárfestingu sem gefur út hlutdeildarskírteini og hefur ekki heimild til markaðssetningar á Evrópska efnahagssvæðinu sbr. 2. tl. 2. gr. laga nr. 128/2011.

Í meginatriðum er sjóður um sameiginlega fjárfestingu fjárfestingartæki, einungis lagalegt form, til að safna fjármunum sem er svo notað til að fjárfesta sameiginlega í hlutabréfum, skuldabréfum eða öðrum verðmætum skv. fjárfestingarstefnu sjóðs. Sjóður lifir hins vegar engu sjálfstæðu lífi í efnahagslegu tilliti og er ekki sjálfstæður lögaðili nema hann sé stofnaður í félagaréttarlegu formi. Lykilákvarðanir í tengslum við stjórnun og markaðssetningu sjóðsins eru teknar af rekstraraðilanum.

Á ensku er hugtakið *alternative investment* notað yfir fjárfestingar sem á íslensku hafa verið nefndar sérhæfðar fjárfestingar. Sérhæfðar fjárfestingar snúa fyrst og fremst um fjárfestingu í hlutafé og fjármögnun með fjárfestingu í skuldabréfum við núverandi aðstæður. Hér á landi hefur hugtakið sérhæfður sjóður ekki lagalega skírskotun og vísað er til hugtaksins fagfjárfestastjóður um það sem er á ensku kallað *alternative investment fund*. Innan nefndarinnar var talsvert rætt um hvort ekki væri heppilegra að nota annað hugtak sem næði betur utan um enska hugtakið, t.d. sérhæfðir fjárfestingarsjóðir eða aðrir sjóðir um sameiginlega fjárfestingu¹⁴, þar sem í tilskipuninni er aðildarríkjum eftirlátið að ákveða hvort almennir fjárfestar hafi

¹¹ Sjá nánari umfjöllun í 13. kafla.

¹² Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU.

¹³ Sjá nánari umfjöllun í 8. kafla.

¹⁴ Hugtakið fjárfestingarsjóður er skilgreint í íslenski löggjöf þótt komi hafi til álita að nota aðrir fjárfestingarsjóðir var ekki talið að það væri heppilegt hugtak.

heimild til að fjárfesta í slíkum sjóðum, og fagfjárfestasjóðir því ekki réttnefni. Almennir fjárfestar hafa ekki haft heimild til að fjárfesta í fagfjárfestasjóðum vegna sjónarmiða um fjárfestavernd enda fylgir því almennt meiri áhætta en fjárfestingu í verðbréfasjóðum. Meiri réttarvernd fylgir því að flokkast sem almennur fjárfestir m.a. ítarlegri upplýsingagjöf. Fjárfestar geta óskað eftir því að teljast fagfjárfestar samkvæmt 24. gr. laga nr. 108/2007, að ákveðnum skilyrðum uppfylltum, hvort sem það lýtur að stöðu þeirra almennt eða er vegna einstakra viðskipta eða tegund viðskipta.

Íslensku fjárfestingarsjóðirnir byggja á meginreglum verðbréfasjóða með nokkrum tilslökunum, einkum hvað varðar fjárfestingarheimildir. Fjárfestingarsjóðir hafa því allajafna áhættusamari fjárfestingarstefnu og teljast til sérhæfðra sjóða eða *alternative investment fund* – samkvæmt skilgreiningu AIFMD tilskipunarinnar.

Hér á landi eru engin viðskipti með fagfjárfesta- og fjárfestingarsjóði í Kauphöll. Fagfjárfestasjóðir hafa þó skráð skuldabréfaútgáfur sínar í Kauphöll, en skráningum hefur fjölgað á undanförunum árum.¹⁵

3.2 Efnisreglur tilskipunarinnar

Innan Evrópu eru sjóðir um sameiginlega fjárfestingu annars vegar UCITS sjóðir sem falla undir UCITS tilskipunina (e. *undertakings for collective investment in transferable securities*), hér á landi verðbréfasjóðir, og hins vegar Non-UCITS sjóði, sem eru allir aðrir sjóðir en þeir sem falla undir UCITS tilskipunina. Með tilkomu AIFMD tilskipunarinnar breytist þessi flokkun í annars vegar UCITS og hins vegar AIF (e. *alternative investment fund*). Með tilkomu nýrrar löggjafar verður því byggt á þessari skiptingu og verður til nýtt yfirheiti, sérhæfðir sjóðir, yfir fagfjárfestasjóði og fjárfestingarsjóði. Sérhæfðir sjóðir (e. *Alternative investment fund*, AIF) mynda flokk margs konar sjóða. Fjárfest er í fjölbreyttum eignaflokkum og sjóðirnir hafa ólíkar fjárfestingarstefnur en í lögum eru ekki settar sérstakar takmarkanir á heimildum fagfjárfestasjóða til fjárfestinga sem leiðir til þess að fjárfesting í slíkum sjóðum er áhættusamari. UCITS eru hins vegar með skilgreindar fjárfestingarheimildir samkvæmt F. kafla laga nr. 128/2011.

Sérhæfður sjóður er samkvæmt AIFMD tilskipuninni sjóður sem safnar fjármunum frá fjárfestum með það að markmiði að fjárfesta í samræmi við kunngerða fjárfestingastefnu og telst ekki verðbréfasjóður (UCITS) í skilningi laga nr. 128/2011. Þá skiptir ekki máli hvort sjóðurinn er opin og lokaður, þ.e. hvort innlaunarskylda er til staðar eða ekki, hver lagaleg umgjörð sjóðsins er eða hvort sjóðurinn er skráður á markaði eður ei.

Ýmsar tegundir sjóða falla undir hugtakið *alternative investment fund* eða *sérhæfðir sjóðir*, svo sem einkafjármagnssjóðir (e. *private equity*), áhættufjármagnssjóðir (e. *venture capital*, *large buy out funds* og *mid-cap investment*), hrávörusjóðir (e. *commodity funds*), fasteignasjóðir (e. *real-estate funds*), vogunarsjóðir (e. *hedge fund*) o.s.frv. Undir hugtakið falla einnig fjárfestingarsjóðir sem skilgreindir eru í lögum nr. 128/2011 en þeir eru boðnir til almennings og því gilda um starfsemi þeirra fjárfestingarheimildir skv. 59. gr. og F. kafla laga nr. 128/2011.

AIFMD tilskipunin tekur til rekstraraðila sérhæfðra sjóða þ.e. í þeim tilvikum sem þeir falla yfir fjárhæðarviðmið tilskipunarinnar, smærri rekstraraðilar þurfa þó að uppfylla ákveðnar lágmarkskröfur, sem er nánar farið yfir í kafla 5. Regluverkið tekur ekki til fjárfestinga sjóðanna eða starfsemi þeirra heldur fela þau í sér ramma utan um starfsemi rekstraraðilanna sjálfra. Því er ekki um að ræða „vörulöggjöf“ í eðli sínu þar sem t.a.m. er ekki verið að setja reglur um fjárfestingarheimildir sjóðanna.

¹⁵ Sjá Skýrslu nefndar um skuggabankastarfsemi, Fjármála- og efnahagsráðuneytið, bls. 8.

3.3 Nánar um hugtakið sérhæfður sjóður

Allir sjóðir sem ekki eru verðbréfasjóðir (UCITS) munu falla undir hugtakið sérhæfðir sjóðir (AIF) skv. frumvarpinu sem er samhljóða skilgreiningu tilskipunarinnar. Í 4. gr. tilskipunarinnar er að finna skilgreiningu á sérhæfðum sjóði. Á grundvelli 4. mgr. 4. gr. AIFMD hefur ESMA gefið út viðmiðunarreglur um lykilatriði AIFMD. Tilgangur viðmiðunarreglnanna er að samræma skilgreiningu á sérhæfðum sjóðum innan Evrópu en finna má hana í a-lið 1. mgr. 4. gr. Til sérhæfðra sjóða teljast sjóðir um sameiginlega fjárfestingu þ.m.t. sjóðsdeildir sem veita viðtöku fé frá fjárfestum til sameiginlegrar fjárfestingar samkvæmt skilgreindri fjárfestingastefnu með ábata fjárfestanna að markmiði. Í grundvallaratriðum er því horft til fjögurra atriða, hvort um sé að ræða sameiginlega fjárfestingu, hvort söfnun eigi sér stað, frá einum eða fleiri fjárfestum og hvort fjárfestingarstefna liggi fyrir. Fyrst og fremst er horft til grundvallareinkenna og starfsemi þegar lagt er mat á hvort um sérhæfðan sjóð er að ræða. Því munu fleiri teljast vera sérhæfðir sjóðir en falla undir hugtakið fagfjárfestasjóður samkvæmt gildandi rétti. Framangreint hefur þýðingu til að afmarka hvort sjóður eða rekstraraðili falli undir löggjöfina um rekstraraðila sérhæfðra sjóða. Athuga skal að þegar talað er um aðila í þessu samhengi er bæði átt við sjóð og/eða félag.

Nauðsynlegt er að lesa alla þættina saman og telst sjóður ekki sérhæfður nema allir þættirnir séu til staðar hjá viðkomandi aðila. Sem dæmi getur aðili sem fjármagnar sig með fé frá fjölda fjárfesta en fjárfestir ekki í samræmi við skilgreinda fjárfestingarstefnu, ekki talist sérhæfður sjóður.

Í áðurnefndum viðmiðunarreglum er þó tekið fram að eftirlitsstjórnvöld og markaðsaðilar ættu ekki að líta á vöntun á einhverjum þætti skilgreiningarinnar sem augljóst merki um að aðili sé ekki sérhæfður sjóður en hins vegar eigi að meta þann aðila sem fellur undir allar skilgreiningar sem sérhæfðan sjóð í öllum tilvikum. Athuga skal að ef aðila er skipt í nokkrar sjóðsdeildir og ein þeirra uppfyllir öll skilyrðin skal líta á sjóðinn í heild sinni sem sérhæfðan sjóð.¹⁶

3.3.1 Tillaga hópsins – Sérhæfðir sjóðir

Með tilkomu nýrrar löggjafar verður til nýtt hugtak, sérhæfður sjóður, sem verður yfirheiti yfir fagfjárfestasjóði og fjárfestingarsjóði. Breytt hugtakanotkun hefur þó vandkvæði í för með sér, einkum með tilliti til þess að í núgildandi sjóðalöggjöf er samspil á milli ákvæða sem gilda um verðbréfa- og fjárfestingarsjóði. Hugtakið sérhæfðir sjóðir fellur hins vegar betur að hugtakinu *alternative investment fund* og þar sem fjárfestingarsjóðir falla í þann flokk er erfiðara að halda áfram að nota hugtakið fagfjárfestasjóður þar sem um þrengra hugtak er að ræða þ.e. sjóðir sem aðeins má markaðssetja til fagfjárfesta. Löggjöf hér á landi þarf að fylgja hinum evrópsku skilgreiningum og regluverki, einkum ef horft er til einföldunar og á samkeppnishæfni sjóðanna til framtíðar. Önnur niðurstaða myndi jafnframt leiða til þess að brotið væri á þjóðréttarlegum skyldum hér á landi samkvæmt EES-samningnum. Við innleiðingu tilskipunarinnar í öðrum löndum sem nefndin leit til tekur gildissvið landsréttarlöggjafarinnar almennt til allra annarra sjóða en UCITS.

¹⁶ Ítarlegar viðmiðunarreglur er að finna frá Evrópska verðbréfamarkaðseftirlitinu (ESMA) sbr. Guidelines on the key concepts of the AIFMD http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-611_guidelines_on_key_concepts_of_the_aifmd_-_en.pdf þar sem fram kemur m.a. að ef aðili uppfyllir eftirfarandi skilyrði skal lítið á hann sem AIF sbr. a-lið 1. mgr. 4. gr. AIFMD:

- ✓ Aðilinn hefur ekki almennan rekstrar- eða atvinnutilgang.
- ✓ Aðilinn safnar fjármagni frá fjárfestum til þess að fjárfesta fyrir það í því skyni að búa til sameiginlegan arð fyrir fjárfestanna.
- ✓ Hlutdeildarskírteinishafar eða hluthafar sem hópur hafa enga daglega stjórn eða áhrif í aðilanum. Þó einn eða fleiri hlutdeildarskírteinis- eða hluthafar fari af einhverjum ástæðum með stjórn eða áhrif ætti það ekki eitt og sér að verða til þess að aðilinn sé ekki talinn aðili um sameiginlega fjárfestingu sbr. ESMA.

Innan nefndarinnar var talið heppilegra í samræmi við þýðingu hugtaksins sérhæfð fjárfesting *alternative investment*, að nota hugtakið sérhæfðir sjóðir um *alternative investment fund* sem hefur víðtækari skírskotun en hugtakið fagfjárfestasjóður.

3.4 Rekstraraðilar sérhæfðra sjóða (e. Alternative Investment Fund Managers)

Tilgangur AIFMD tilskipunarinnar er búa til samræmt regluverk fyrir rekstraraðila á innri markaði Evrópusambandsins. Mikilvægt er að fjárfestar geti lagt fjármuni í sérhæfða sjóði og nýtt þannig stærðarhagkvæmni og þekkingu sem verður til hjá rekstraraðila slíkra sjóða. Einstakir fjárfestar hafa oft á tíðum ekki tók á að stunda sjálfstæðar fjárfestingar með sambærilegum árangri, en með sameiginlegum sjóðum er hins vegar auðveldara að meta fjárfestingar, dreifa áhættu og tryggja ólíkum verkefnum fjármagn.

Uppbygging og virðisdeðja eignastýringar í sérhæfðum sjóðum byggir á því að rekstraraðilinn er ábyrgur fyrir fjárfestingum eignasafns sjóðsins. Í því felst almenn umsýsla, eignastýring, áhættustýring, útvistun verkefna til þriðju aðila og samskipti við fjárfesta. Í Evrópu eru rekstraraðilar allajafna með staðfestu í Evrópu. Sama gildir um Ísland, innlendir rekstraraðilar eru iðulega með staðfestu hér á landi. Fyrir tilkomu tilskipunarinnar var ekki samræmd réttarframkvæmd milli ríkja á Evrópska efnahagssvæðinu um hvort starfsemi rekstraraðila væri háð starfsleyfi eða tilkynningarskyld til eftirlitsaðila í þeim löndum sem aðilinn er með staðfestu. Í dag eru fagfjárfestasjóðir tilkynningarskyldir til Fjármálaeftirlitsins hér á landi sbr. 4. kafli laga nr. 128/2011.

Sjóðurinn, sem er yfirleitt í eðli sínu skel, er hins vegar aðskilinn frá rekstraraðilanum. Hann getur verið staðsettur í öðru landi, eða aflands, t.d. í tilviki vogunarsjóða og einkafjármagnssjóða, en vegna skattahagræðis eru slíkir sjóðir stundum staðsettir aflands (e. *off-shore*). Sjóðir eru á ýmsu formi, en hér á landi, sem og erlendis, geta verið lokaðir sjóðir eða opnir, skráðir eða óskráðir. Með opnum sjóðum er átt við sjóð þar sem fjöldi útgefina hlutdeildarskírteina eða hluta er ekki takmarkaður af öðru en vilja fjárfesta til að leggja sjóðnum til fé. Að sama skapi geta fjárfestar að jafnaði innleyst hluti sína í slíkum sjóðum. Í lokuðum sjóðum er hins vegar gefinn út takmarkaður fjöldi hluta til fjárfesta sem sæta ekki innlausn að kröfu eigenda þeirra. Innlausn hluta þeirra er þá háð ákvörðun rekstraraðila eða reglur um innlausn afmarkaðar sérstaklega í reglum sjóðsins.

Gildissvið löggjafarinnar er takmarkað við þá rekstraraðila sem hafa það að aðalstarfsemi að starfrækja sérhæfða sjóði sbr. b-liður 4. gr. tilskipunarinnar. Hins vegar er skilgreining á rekstraraðila nokkuð víðtæk sem gildir án tillits til þess á hvaða rekstrarformi að lögum rekstraraðilinn er, sem og á hvaða lagagrunni til sjóðanna er stofnað þ.e. stofnsamningi eða öðru formi. Nýmæli felst í því að rekstraraðilar munu falla undir eftirlit skv. skilgreiningu laganna en sjóðirnir eru eftirlits – og tilkynningarskyldir samkvæmt núgildandi löggjöf.

Undanþegnir gildissviði laganna verða hins vegar eignarhaldsfélög, lífeyrissjóðir hvers konar, tryggingarfélag, ýmsir aðilar á vegum ríkisins sem reka sjóði í tengslum við almannatryggingar og lífeyriskerfi, yfirþjóðlegar stofnanir, seðlabankar, sérstakir verðbréfunaraðilar (e. *securitisation special purpose entities*) og aðilar sem reka sérhæfðan sjóð þar sem einu fjárfestarnir eru innan samstæðunnar.

4 Sjóðaumhverfið á Íslandi

4.1 Verðbréfasjóðir

Reglur um verðbréfasjóði í lögum nr. 128/2011 um verðbréfasjóði, fjárfestingarsjóði og fagfjárfestasjóði byggja á evrópsku UCITS tilskipuninni. Verðbréfasjóðir eru ætlaðir öllum fjárfestum það er almennum fjárfestum og fagfjárfestum. UCITS tilskipunin nr. 85/611/EC er að grunninum til frá árinu 1985 og er ásamt síðari tilskipunum ætlað að samræma uppbyggingu, fjárfestingarheimildir og áhættudreifingu þeirra sjóða sem undir tilskipunina falla, auk þess að

auðvelda markaðssetningu sjóða á milli ríkja með Evrópupassa. Með tilkomu regluverksins jókst fjárfestavernd til muna.

Í lögum nr. 128/2011 vega ákvæðin um fjárfestingarheimildir verðbréfasjóða sbr. kafla F þyngst, frekar útfærðar í reglugerð nr. 1166/2013. Þar eru útlistaðir með tæmandi hætti þeir fjármálagerningar sem verðbréfasjóðum er heimilt að fjárfesta í og hversu stórum hluta eigna er heimilt að fjárfesta í fyrir hvern útgefanda o.s.frv. Strangar fjárfestingarheimildir veita alla jafna aukna fjárfestavernd.

Lög nr. 128/2011 eru í senn regluverk sem hefur að geyma skipulagskröfur á rekstrarfélög verðbréfasjóða og fjárfestingarsjóða, sem og kröfur um upplýsingar, markaðssetningu sjóðanna o.fl. og jafnframt regluverk sjóðanna sem slíkra er takmarkar starfsemi þeirra, en þar hafa fjárfestingarheimildir mesta þýðingu.

4.2 Fjárfestingarsjóðir

4.2.1 Gildandi réttur

Með lögum nr. 30/2003 varð til nýr fjárfestingarkostur á íslenska sjóðamarkaðnum, fjárfestingarsjóðir. Meginmunurinn á fjárfestingarsjóðum og verðbréfasjóðum er að fjárfestingarsjóðum er ekki heimilt að markaðssetja sig á Evrópska efnahagssvæðinu og fjárfestingarheimildir þeirra eru rýmri en fjárfestingarheimildir verðbréfasjóða. Á meðan uppbygging og starfsemi verðbréfasjóða er byggð á evrópsku UCITS regluverki eru fjárfestingarsjóðir íslensk afurð, útvíkkað af UCITS regluverkinu. Þá er innlausnarskylda í tilviki verðbréfasjóða sem gildir ekki um fjárfestingarsjóði enda hægt að setja ákveðnar hömlur á innlausn hlutdeildarskírteina. Innlausn fer því eftir reglum sjóðsins í tilviki fjárfestingarsjóða.

Fjárfestingarsjóðum er heimilt að fjárfesta í fagfjárfestasjóðum samkvæmt núgildandi regluverki. Samþjöppun eigna í fjárfestingarsjóði getur því verið meiri en í verðbréfasjóði sbr. 59. gr. laga nr. 128/2011 og þeir hafa t.d. víðtækari heimildir til skortsölu en verðbréfasjóðir. Því má halda fram að ef undantekningarákvæði 59. gr. laga nr. 128/2011 eru að fullu nýtt geti slíkt aukið mjög á áhættustig sjóðsins.

4.2.2 Efnisreglur tilskipunar

Í Evrópulöggjöfinni eru sjóðir um sameiginlega fjárfestingu annað hvort skilgreindir sem verðbréfasjóðir (UCITS) eða sem sjóðir sem teljast ekki verðbréfasjóðir (AIF) og flokkast þeir allir sem *alternative investment fund*. Fjárfestingarsjóðir teljast því sérhæfðir sjóðir, eins og áður er fram komið, og munu eignir í þeirra stýringu verða teknar með í samtölu heildareigna þegar fjárhæðarviðmið rekstraraðila eru afmörkuð samkvæmt nýrri heildarröggjöf.

Samkvæmt lauslegum útreikningum í byrjun árs 2015 fara um fimm rekstraraðilar yfir fjárhæðarmörk tilskipunarinnar hér á landi og undir fulla starfsleyfis skyldu (e. *full scope authorized AIFM*). Kostnaðarmat hefur ekki verið framkvæmt, þ.e. mat á þeim kostnaði sem mun fylgja því að verða starfsleyfis skyldur, en ætla má að í tilviki rekstarfélaga verðbréfasjóða verði um einhver samlegðaráhrif að ræða. Þá liggur ekki fyrir hvort og þá hversu mikill munur er á kostnaði fyrir rekstraraðila með starfsleyfi (e. *authorized*) eða skráðan rekstraraðila (e. *registered*) sem þarf eingöngu að uppfylla lágmarkskröfur skv. tilskipuninni. Hér þarf að hafa í huga að það að óska eftir að falla undir gildissvið hefur einnig í för með sér ákveðin réttindi til að markaðssetja sjóð rekstraraðilans á EES-svæðinu. Núverandi efnahagsumhverfi í höftum er hins vegar varla aðlaðandi fyrir erlenda fjárfesta, nema til þess að markaðssetja sjóði til aðila hér á landi sem eiga endurfjárfestanlegan gjaldeyri. Við afléttingu gjaldeyrishafta mun framangreint þó breytast.

Nefndin tók til skoðunar hvort færa ætti kaflann um fjárfestingarsjóði í heild sinni úr lögum nr. 128/2011 og undir nýju lögin, eða bæta við lögin frá 2011 nýjum kafla þar sem fram koma kröfur sem taka til þeirra rekstarfélaga sem falla undir bæði lögin. Lög nr. 128/2011 hafa

einkum að geyma reglur um fjárfestingarheimildir, sem helgast m.a. af því að heimilt er að markaðssetja slíka sjóði til almennings. Þá eru lög in í eðli sínu vörulöggjöf sem tekur til sjóðanna sjálfra en heildarlöggjöf um rekstraraðila sérhæfðra sjóða lýtur fyrst og fremst að ákveðnum skipulagskröfum. Í ljósi þess er lagt til að kaflinn um fjárfestingasjóði haldi sér í núgildandi lögum og gildi til viðbótar við regluverkið um rekstraraðila sérhæfðra sjóða. Sama leið var farin í Noregi í tilviki sérstakra sjóða (n. *nasjonale fond*), sem eru sambærilegir fjárfestingarsjóðum hér á landi.

Þá munu þeir rekstraraðilar sem falla yfir fjárhæðarviðmið laganna fá heimild til að markaðssetja fjárfestingarsjóði sína innan Evrópska efnahagssvæðisins með Evrópupassa, en íslenskir fjárfestingarsjóðir hafa hingað til ekki haft heimild til markaðssetningar annars staðar en á Íslandi. Fjárfestingarsjóðirnir munu þó áfram þurfa að fylgja lögum nr. 128/2011 hvað varðar fjárfestingarheimildir í samræmi við núgildandi framkvæmd.

Þó að fjárfestingarsjóðir falli undir hina nýju löggjöf verða þeir ennþá undir frekara eftirliti en aðrir sérhæfðir sjóðir í formi fagfjárfestasjóða. Rekstrarfélög verðbréfasjóða munu eftir sem áður aðeins geta stofnað og rekið fjárfestingarsjóði sbr. II. kafla A-D og H í lögum nr. 128/2011 um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði. Þeir aðilar sem munu eingöngu hafa starfsleyfi samkvæmt nýrri löggjöf um sérhæfða sjóði munu því ekki að geta stofnað og rekið fjárfestingarsjóði í skilningi fyrrgreindra laga nr. 128/2011.

4.3 Fagfjárfestasjóðir

Heimild til að stofna fagfjárfestasjóði var í lögum nr. 30/2003, en með lögum nr. 128/2011 kom sérkafla um starfsemi fagfjárfestasjóða. Með tilkomu laganna voru fagfjárfestasjóðir felldir undir lágmarkseftirlit Fjármálaeftirlitsins en tilkynna ber FME um stofnun og starfsemi sjóðanna, halda ber skrá yfir þá og þeim er skylt að skila skýrslu um sundurliðun fjárfestinga til Fjármálaeftirlitsins. Þá eru gerðar ákveðnar hæfniskröfur til sjóðstjóra.

Fagfjárfestasjóðir eru samkvæmt skilgreiningu laganna sjóðir um sameiginlega fjárfestingu sem ekki veita viðtöku fé frá almenningi. Almennings er því óheimilt, samkvæmt núgildandi lagaumhverfi, að fjárfesta í slíkum sjóðum. Ítarlegri skilgreiningu er ekki að finna á hugtakinu.

Í 60. gr. kemur fram að rekstrarfélögum verðbréfasjóða sé heimilt að stofna slíka sjóði en í 61. gr. kemur fram að öðrum en rekstrarfélögum verðbréfasjóða sé það jafnframt heimilt ef til þeirra er stofnað í félagaréttarlegu formi. Í athugasemdum með frumvarpi því sem varð að lögum nr. 128/2011 er ekki tekið fram hverjir „aðrir“ eru í skilningi laganna.

Við setningu laga nr. 128/2011 var í meðförum þingsins¹⁷ gerð breyting á kaflanum í heild sinni, þar með 61. gr. laganna. Sjá má af umsögn Fjármálaeftirlitsins, sem lagði til breytinguna, að rekstrarfélög verðbréfasjóða séu fjármálafyrirtæki sem þurfa starfsleyfi sem slík. Verðbréfasjóðir eru stofnaðir og reknir af rekstrarfélagi í stað þess að vera sjálfstæðir lögaðilar. Til að tryggja aðgreiningu frá rekstrarfélaginu hafa sjóðirnir verið skráðir hjá fyrirtækjaskrá og fengið úthlutað kennitölu sem sjóður/deild innan fjármálafyrirtækisins. Ennfremur séu í gildi reglur um reikningsskil rekstrarfélaga verðbréfasjóða, nr. 97/2004, sem ásamt síðari breytingum, eru til að tryggja aðgreiningu sjóðanna innbyrðis og frá rekstrarfélaginu sjálfu. Í þeim reglum er sérstaklega tilgreint hvernig ársreikningur verðbréfasjóðs skuli gerður og fjárfestingarsjóðir og fagfjárfestasjóðir hjá rekstrarfélögum verðbréfasjóða hafa verið starfræktir með sama sniði. Þegar hins vegar er um að ræða fagfjárfestasjóði í rekstri annarra þá sé varhugavert að heimila þeim að reka slíka sjóði með sömu formmerkjum og rekstrarfélög þar sem aðgreining sjóða (og þar af leiðandi eigna fjárfesta) í slíkum rekstri sé ekki tryggð eins og í tilviki rekstrarfélaga.

¹⁷ Sjá umsögn Fjármálaeftirlitsins sbr. <http://www.althingi.is/pdf/erindi/?lthing=139&dbnr=1277>

Ljóst er að vegna ofangreindra raka er framkvæmdin á grundvelli laganna sú að ef aðrir rekstraraðilar en rekstrarfélög verðbréfasjóða starfrækja fagfjárfestasjóð mega þeir aðeins stofna hann sem hlutafélag eða í öðru félagiformi. Þetta hefur m.a. skapað mismunun í skattaframkvæmd þar sem sjóður sem rekinn er af rekstrarfélagi verðbréfasjóðs er ekki skattlagður *per se* heldur aðeins hlutdeildarskírteinis – eða hlutabréfshafar. Um skattlagningu hagnaðar af hlutdeildarskírteinum gilda lög um tekjuskatt nr. 90/2003 og lög um fjármagnstekjuskatt nr. 94/1996. Í 1. mgr. 2. gr. laga nr. 90/2003 kemur fram að hægt sé að óska eftir því að samlagshlutafélög séu ekki sjálfstæðir skattaðilar og ber því að skattleggja tekjur samlagshlutafélaga hjá eigendum þeirra. Skattaframkvæmdin er því sambærileg hvað varðar samlagshlutafélög og sjóðsdeildir, en önnur hlutafélög um sameiginlega fjárfestingu þurfa að greiða tekjuskatt af hagnaði sínum.

Með nýrri heildarlöggjöf um rekstraraðila sérhæfðra sjóða verður kafli um fagfjárfestasjóði í lögum nr. 128/2011 felldur út. Þá verða lagðar víðtækar skipulagskröfur á rekstraraðila sérhæfðra sjóða.

4.3.1 Tillaga nefndarinnar

Með nýrri heildarlöggjöf sem innleiðir AIFMD tilskipunina verður IV. kafli laga nr. 128/2011 um fagfjárfestasjóði felldur út.

Ný heildarlöggjöf um rekstraraðila sérhæfðra sjóða leiðir til þess að regluverk um sjóði hér á landi sætir endurskoðun. Þau rök sem liggja því til grundvallar að rekstrarfélög verðbréfasjóða hafi einkarétt á því að stofna sjóð sbr. 61. gr. byggja á aðgreiningu fjármuna sjóðsins frá rekstrarfélaginu sbr. hér að ofan. Með AIFMD tilskipuninni er hins vegar lögð sú skylda á rekstraraðila að skipa vörsluaðila fyrir hvern sjóð og á honum hvíla víðtækar skyldur að gæta hags fjárfesta m.a. með aðgreiningu fjármuna sjóðsins og eftirlitsskyldu með rekstraraðilanum. Engin rökbundin nauðsyn liggur lengur því til grundvallar að rekstraraðilar, sem eru starfsleyfis skyldir samkvæmt löggjöfinni, hafi ekki heimild til að stofna sjóði í öðru formi en hlutafélagiformi eða öðru félagsformi.

Stærri rekstraraðilum, sem falla undir fullt gildisvið tilskipunarinnar, verði því heimilt að stofna sérhæfðan sjóð hvort sem þeir eru rekstrarfélög verðbréfasjóða eða reknir á öðru lagalegu formi. Þeirri framkvæmd, að aðeins rekstrarfélög verðbréfasjóða hafi heimild til að stofna sjóð sbr. 60. gr. laga nr. 128/2011, verði hrint. Hvað varðar smærri rekstraraðila sem þurfa aðeins að uppfylla lágmarkskröfur regluverksins telur nefndin rétt að aðeins rekstrarfélög verðbréfasjóða hafi heimild til að stofna sjóði, og eftir atvikum önnur fjármálafyrirtæki, svo aðgreining eigna sé með fullnægjandi hætti. Framangreint er þó ennþá í skoðun hjá nefndinni og endanleg útfærsla lagatexta liggur ekki fyrir.

4.4 Rekstraraðilar og fagfjárfestasjóðir hér á landi

Af þeim aðilum sem hafa tilkynnt sérhæfða sjóði í rekstri eru rekstrarfélög verðbréfasjóða bæði með stærstan hluta eigna í stýringu og flesta sjóðina í rekstri. Þeir sjóðir sem hafa verið tilkynntir skv. núgildandi lögum eru þess vegna flestir deildir innan fjármálafyrirtækis, þ.e. rekstrarfélagsins en rekstrarfélög verðbréfasjóða hafa einkarétt á því að stofna sjóði sem deildir innan fjármálafyrirtækis og hafa aðrir aðilar því notast við samlags- og samlagshlutafélög. Rekstrarfélög verðbréfasjóða geta hins vegar stofnað sjóði í öllum rekstrarformum.

Síðastliðin ár hefur aukist að sérhæfðir sjóðir séu reknir í formi samlagshlutafélaga (e. *partnership limited by shares*). Oft er þá rekstrarfélag, banki eða verðbréfafyrirtæki sá aðili sem stýrir fjárfestingum samkvæmt fyrirfram ákveðinni fjárfestingarstefnu, en fjárfestar bera ekki ábyrgð nema með hlutafjárframlagi sínu. Þetta fyrirkomulag hefur notið vinsælda og hefur marga kosti og leiðir m.a. af því fyrirkomulagi að rekstrarfélög verðbréfasjóða hafa einkarétt á að stofna fagfjárfestasjóði.

Helsti kosturinn við notkun samlagshlutafélaga fyrir fjárfestingarstarfsemi er að framlög þeirra félagsmanna sem bera takmarkaða ábyrgð eru í formi hlutafjár og mynda framlögin því hlutafé í félaginu. Ábyrgð félagsmanna nær því eingöngu til þess fjár sem þeir láta af hendi til félagsins, á meðan ábyrgðaraðili félagsins ber fulla og ótakmarkaða ábyrgð á öðrum skuldbindingum. Samlagshlutafélagiformið hentar því vel til reksturs sérhæfðra sjóða þar sem mikilvægt er fyrir fjárfesta að geta greiðlega framselt hluti sína í félaginu.

Samkvæmt hlutafélagalögum er heimilt að víkja frá ákvæðum hlutafélagalaga ef samlagshlutafélag stundar fjárfestingarstarfsemi. Ábyrgðaraðili í formi einkahlutafélags eða hlutafélags, getur gegnt hlutverki stjórnar og framkvæmdastjóra og ritað firma félagsins. Framselja má vald hluthafafundar til ábyrgðaraðila og í félagssamþykktum má kveða sérstaklega á um framsal og veðsetningu hluta, innlausnarskyldu og arðgreiðslur svo og slit félaganna.

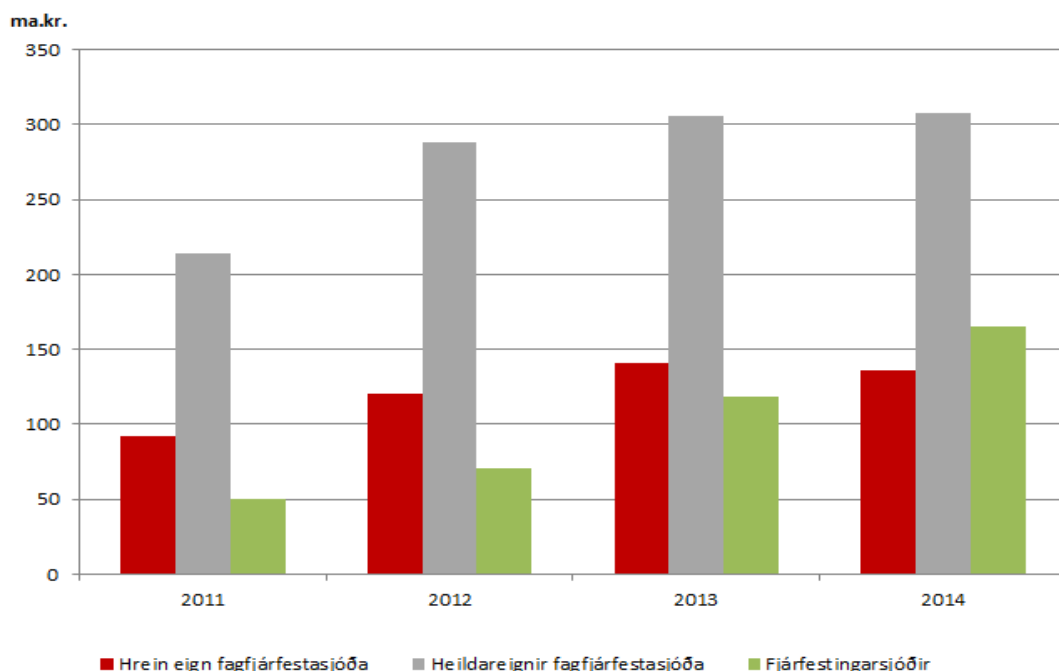
Annað einkenni samlagshlutafélaga sem gerir þau álitlegan kost fyrir fjárfestingarstarfsemi er að hægt er að velja við stofnun þeirra að þau séu ekki sjálfstæðir skattaðilar og skattleggjast því tekjur félagsins hjá eigendunum sjálfum, eins og áður er framkomið. Þetta fyrirkomulag gerir aðilum sem eru undanþegnir skatti kleift að fjárfesta í félagi við aðra án þess að til komi viðbótarskattlagning í félaginu.

Tegundir rekstraraðila á Íslandi sem hafa tilkynnt sérhæfða sjóði undir eftirlit í formi samlagshlutafélaga skv. núgildandi löggjöf eru rekstrarfélög verðbréfasjóða og verðbréfafyrirtæki ásamt einum ábyrgðaraðila í formi hlutafélags sem rekur sérhæfðan sjóð í samlagshlutafélagiformi.

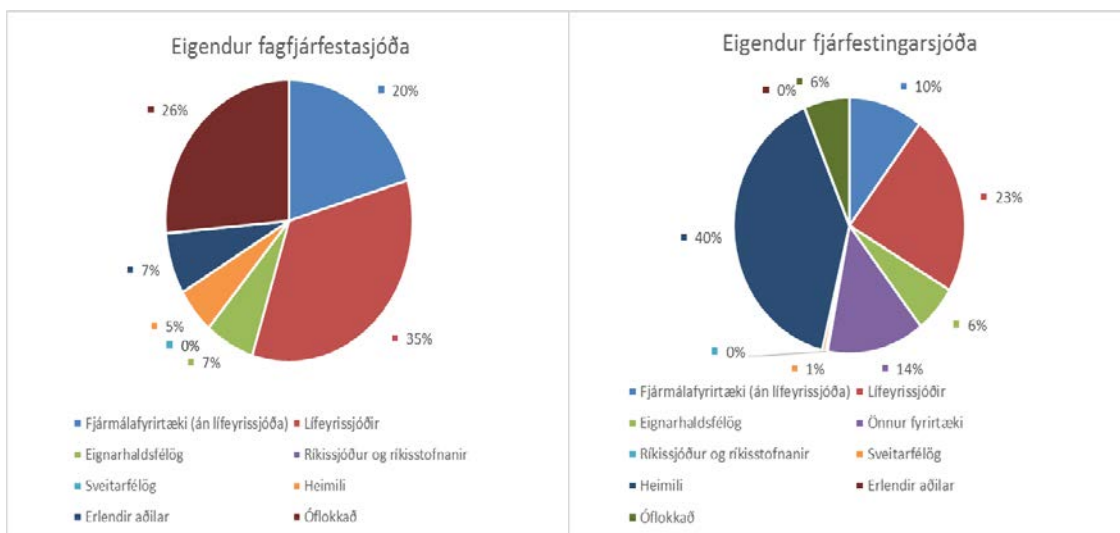
4.5 Umfang sérhæfðra sjóða og rekstraraðila á Íslandi

Í ársskýrslu Fjármálaeftirlitsins kemur fram að starfræktir voru alls 74 fagfjárfestastjóðir í rekstri 13 aðila á árinu 2014. Heildareignir þeirra námu 308 milljörðum króna en hrein eign var 136 milljarðar króna. Þá voru alls 48 fjárfestingarsjóðir starfræktir á árinu og námu heildareignir þeirra 168 milljörðum króna. Stærstu rekstraraðilar þessara sjóða voru Stefir hf., Landsbréf hf., Íslandssjóðir hf., GAM Management hf. og Framtakssjóður Íslands hf.

Þróun eigna sérhæfðra sjóða



Þá skiptist eigendahópur hlutdeildarskírteina í fagfjárfesta- og fjárfestingarsjóðum miðað við fjárhæðir eins og sjá má á mynd 2 og mynd 3, sbr. upplýsingar frá Seðlabanka Íslands. Taka ber fram að inn í tölum Seðlabankans eru ekki taldir sjóðir í félagiformi.



5 Lágmarkskröfur – fjárhæðarviðmið

Rekstraraðilar þar sem samanlagt virði eignarsafna sjóða er hærra en viðmiðunarfjárhæð, verða starfsleyfis skyldir samkvæmt 3. gr. tilskipunarinnar. Fjárhæðarviðmiðin eru 100 milljónir evra (u.þ.b. 15 ma. ISK) fyrir hvern sjóð með/eða án vogunar og 500 milljónir evra (u.þ.b. 75 ma. ISK) fyrir hvern sjóð sem er án vogunar og heimilar ekki innlausn í 5 ár frá stofnfjárfestingu sbr. 2. mgr. 3. gr. AIFMD.¹⁸

¹⁸ Nánar er fjallað um kröfurnar í afleiddri reglugerð nr. 231/2013.

Rekstraraðilum sem starfrækja sjóð þar sem virði eignarsafnsins nær ekki áðurnefndum fjárhæðarþröskuldum verður hins vegar heimilt að falla undir löggjöfina með „opt-in“ leið¹⁹, að fenginni samþykkt eftirlitsaðilans, hér á landi Fjármálaeftirlitinu. Undir fjárhæðarviðmiðum tilskipunarinnar mælir tilskipunin aðeins fyrir um lágmarkskröfur sem gerðar eru til smærri rekstraraðila sbr. 3. mgr. 3. gr. AIFMD og er Íslandi frjálst að gera auknar kröfur til viðbótar við þær sem ákvæðið áskilur.

Nefndin tók til skoðunar hvort gera ætti meiri kröfur hér á landi vegna rekstraraðila sem væru yfir tilteknum fjárhæðarviðmiðum, en þó undir fjárhæðarþröskuldum tilskipunarinnar. Einhugur var í nefndinni um að slíkt regluverk yrði að byggja á svipuðum markmiðum fyrir íslenskt fjármála- og efnahagskerfi og efnisreglur tilskipunarinnar byggja á, einkum að tryggja fjármálastöðugleika, hafa eftirlit með kerfisáhættu og veita fjárfestavernd.

Nefndin gerði samanburð á því hvernig regluverkið er fyrir rekstraraðila sérhæfðra sjóða sem ekki næðu fjárhæðarviðmiðum í fjórum löndum. Nefndin taldi heppilegt að skoða hin EFTA/EES ríkin, sem og þau lönd sem við gjarnan berum okkur saman við. Þá hefur sjóðaumhverfið á Írlandi verið talið góð fyrirmynd enda einn stærsti sjóðamarkaðurinn í Evrópu.

5.1 Noregur

AIFMD er innleidd með lögum nr. 2014/28 frá 20. júní 2014 (n. *lov om forvaltning av alternative investeringsfond*).²⁰ Í norsku lögunum er notast við fjárhæðarviðmið tilskipunarinnar. Í skýrslu, sem er undanfari laganna, kemur fram að ekki voru til staðar knýjandi rök á norskum markaði til setja strangari reglur en leiddu af efnisreglum tilskipunarinnar t.d. með hliðsjón af mati á kerfisáhættu.²¹ Hins vegar ef rekstraraðili markaðssetur sjóð, eða sjóði, til almennra fjárfesta þarf hann að fylgja norsku innleiðingarlöggjöfinni fyrir AIFMD að fullu óháð fjárhæðarviðmiðum og sækja um starfsleyfi á grundvelli þeirra auk sérstaks starfsleyfis fyrir að markaðssetja til almennra fjárfesta.

5.2 Írland

Írland gerir ekki frekari kröfur en leiða má af ákvæði 5. gr. reglugerðar framkvæmdastjórnarinnar nr. 231/2013 þar sem fram koma þær lágmarkskröfur sem gerðar eru til rekstraraðila sérhæfðra sjóða sem ná ekki fjárhæðarviðmiðum. Smærri rekstraraðilar þurfa að skrá sig hjá Seðlabanka Írlands og um leið veita upplýsingar um félagið og þá sérhæfðu sjóði sem þeir starfrækja, veita upplýsingar um fjárfestingarstefnu umræddra sjóða og skila reglubundið upplýsingum um helstu fjármálagerninga sem fjárfest er í, helstu áhættuskuldbindingar og samþjöppun sjóðanna til þess að Seðlabankinn geti haft eftirlit með kerfislegri áhættu. Einnig er gerð krafa um að skráður rekstraraðili upplýsi bankann ef eignir í stýringu félagsins fara yfir fjárhæðarviðmiðin. Ef slík aðstaða kemur upp er rekstraraðilanum skylt að sækja um starfsleyfi samkvæmt írskum lögum innan 30 daga frá því að farið var yfir fjárhæðarviðmið.

Til þess að tryggja að hægt sé að gera athugasemdir við starfsemi skráðs rekstraraðila setti Írland inn aukaákvæði um heimild bankans til að gera kröfur til úrbóta. Bankinn getur þannig

¹⁹ Fjallað er um opt in leið fyrir smærri rekstraraðila í Commission Implementing Regulation (EU) No 447/2013 establishing the procedure for AIFMs which choose to opt in under Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council. Lagastöð verður sett í nýja heildarlöggjöf um rekstraraðila sérhæfðra sjóða og hún innleidd með tilvísunaraðferð.

²⁰ Sjá norsku lögin frá 20. júní 2014: <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2014-06-20-28>

²¹ Sjá skýrslu nefndarinnar frá 1. mars 2013:

http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Aktuelt_vedlegg/2013/1_kvartal/Rapport_gjennomforing_AIFMD_lovforslag_direktiv.pdf

gert allar þær athugasemdir og kröfur sem hann telur eðlilegar vegna starfsemi skráðs rekstraraðila og er rekstraraðilanum skylt að lúta þeim kröfum. Þær kröfur skulu þó ekki vera meira íþyngjandi en kröfur sem hægt er að gera til rekstraraðila með starfsleyfi.

Að lokum er tekið fram í írsku lögnum að skráður rekstraraðili getur ekki notið réttinda samkvæmt lögnum nema hann ákveði að fella sig undir allt gildissvið laganna í samræmi við innleiðingartilskipun framkvæmdastjórnarinnar nr. 447/2013.

5.3 Liechtenstein

Í Liechtenstein eru gerðar meiri kröfur en leiða má af lágmarkskröfum tilskipunarinnar. Í 3. gr. laganna til innleiðingar á AIFMD kemur fram að þeir sem falla undir fjárhæðarviðmiðin þurfi að sækja um starfsleyfi en í samræmi við einfaldaða málsmeðferð (e. *simplified procedure*). Þannig gilda ákvæði kaflans er varðar umsókn um starfsleyfi að utanskildum ákvæðum um eiginfjárkröfur og starfskjarastefnu. Smærri rekstraraðilar þurfa að tilnefna viðurkenndan aðila til að vera framkvæmdastjóri, þá gilda ákvæði um upplýsingaskyldu og samþykkt eftirlitsins á breyttum gögnum sem og reglur um virka eignarhluta. Að sama skapi gilda reglur um hagsmunaárekstra, framkvæmd verðmats, útvistun, skaðabótaskyldu og þagnarskyldu sem og hvernig standa eigi að afskráningu eða sviptingu starfsleyfis af hálfu eftirlitsins.

Smærri rekstraraðilum er gert skylt að útbúa sérstakan skipulagssamning sem hefur að geyma ákvæði um skipulag rekstraraðilans, áhættustýringu og lausafjárstýringu. Samningurinn þarf að hljóta samþykkt Fjármálaeftirlitisins þar í landi. Telji eftirlitið að ákvæði samningsins stuðli ekki, með fullnægjandi hætti, að fjárfestavernd og verndi almannahagsmuni, getur það synjað umsókn um starfsleyfi.

Að sama skapi fellur smærri rekstraraðili undir gildissvið laganna að fullu ef sjóður sem hann starfrækir er markaðssettur til almennings að hluta eða öllu leyti, nema ef allir fjárfestar samþykkja að ekki verði sótt um starfsleyfi.

5.4 Svíþjóð

AIFMD tilskipunin er innleidd í sænskan rétt með lögum nr. 2013/561 sem tóku gildi í júní 2013. Í 2. gr. laganna er tekið fram að 3.-5. gr. taki til smærri rekstraraðila sem stýra eignarsöfnum sérhæfðra sjóða. Smærri rekstraraðilar skulu skrá sig hjá sænska Fjármálaeftirlitinu (s. *Finansinspektionen*) og veita skal upplýsingar um rekstraraðilann, sérhæfða sjóðinn og fjárfestingarstefnu hans. Ef rekstraraðilinn er innan samstæðu í skilningi laga um ársreikninga þar í landi, skal hann veita upplýsingar um eignarhald innan samstæðunnar og þá sérhæfðu sjóði sem stýrt er innan hennar. Þá skal rekstraraðilinn tilkynna reglulega til eftirlitsins helstu fjármálagerninga sem sjóðurinn á viðskipti með og helstu áhættur m.a. með tilliti til samþjöppunar og tengdra aðila (s. *exponeringar och viktigaste koncentrationer*.)

5.5 Tillaga nefndarinnar

Að beiðni nefndarinnar tóku Seðlabanki Íslands og Fjármálaeftirlitið til skoðunar hvort taka ætti upp tilteknar lágmarksreglur fyrir starfsemi rekstraraðila með hliðsjón af þeirri áhættu sem starfsemi þeirra getur valdið í íslenska hagkerfinu.

Tillaga nefndarinnar er að bæta við ákveðnum lágmarkskröfum á rekstraraðila sérhæfðra sjóða á Íslandi, umfram þær kröfur sem tilskipunin setur á rekstraraðila sem ná ekki fjárhæðarviðmiðum tilskipunarinnar. Reglurnar byggja á kröfum sem gerðar eru samkvæmt gildandi rétti og mati Seðlabanka og Fjármálaeftirlits vegna eðlis þeirrar starfsemi sem sérhæfðir sjóðir stunda á Íslandi. Þá eru fjárhæðarviðmið samkvæmt tilskipuninni há miðað við stærð íslenska hagkerfisins.

Lágmarkskröfur sem nefndin leggur til varða upplýsingagjöf til fjárfesta og eftirlitsins. Gerð verður krafa um skil ársreiknings og skulu fjárfestingarstefna og markmið sjóðsins verða gerð

aðgengileg fjárfestum. Einnig er lagt til að gerðar verði kröfur um framkvæmd verðmats á eignum sjóðsins, en talið er betra að gæta samræmis á milli rekstraraðila hvað varðar verðmat eigna. Lagt er til að lausafjárstyring sé til staðar hjá sjóðnum og aðilinn uppfylli ákveðnar kröfur um útvistun verkefna.

Upplýsingagjöf

Lágmarkskröfur um upplýsingagjöf byggja á því að eftirlitsaðilar, Fjármálaeftirlitið og eftir atvikum Seðlabanki Íslands geti fylgst með uppsöfnun kerfislegrar áhættu, til að mynda fyrir tilstilli aukinnar vogunar sérhæfðra sjóða sem raskað getur fjármálastöðugleika.

Í dag hvílir skylda á fagfjárfestasjóðum að veita upplýsingar skv. IV. kafla laga nr. 128/2011. Þeim ber að skila inn skýrslu um sundurliðun fjárfestinga og skulda til Fjármálaeftirlitsins og upplýsingum um eignaflokka og eigendur hlutdeildarskírteina til Seðlabanka Íslands. Sömuleiðis ber fagfjárfestasjóðum í dag að veita upplýsingar um eignasafn sitt til fjárfesta í ársreikningi og árs hlutareikningi.

Í tilskipuninni er ekki gert ráð fyrir að rekstraraðili sem ekki nær fjárhæðarviðmiðum skili framangreindum upplýsingum um sérhæfða sjóði í sínum rekstri en það er tillaga nefndarinnar að upplýsingagjöfin taki ekki breytingum frá því sem gildir í dag og eigi því við fyrir alla rekstraraðila sérhæfðra sjóða, óháð fjárhæðarviðmiðum. Með því telur nefndin að tryggð sé ákveðin lágmarksneytendavernd.

Verðmat

Verðmat eigna sérhæfðra sjóða getur verið vandasamt. Tilskipunin setur fram ítarlegan ramma og samræmt verklag fyrir gerð verðmats. Til dæmis krefst tilskipunin að starfsmenn sem framkvæma verðmat séu hæfir og sjálfstæðir. Einnig þarf rekstraraðilinn að tryggja að gerð verðmats sé aðskilin frá eignastýringu og tilhlýðileg vernd sé til staðar til að sporna við hagsmunaárekstrum.

Tillaga nefndarinnar felur í sér að reglur löggjafarinnar um verðmat séu notaðar af öllum rekstraraðilum þ.e. einnig smærri rekstraraðilum sem falla undir fjárhæðarviðmið. Verðmat sé þannig framkvæmt með viðurkenndum og samræmdum hætti. Það tryggir einnig að gengi sjóðsins sé reiknað að minnsta kosti einu sinni á ári og að verðmæti sjóðsins sé reiknað það oft að það henti eignum sjóðsins og reglum hans um innlausn. Þar sem stór hluti af rekstraraðilum sérhæfða sjóða eru undir fjárhæðarviðmiðum hér á landi, er mikilvægt að tryggja að þessar kröfur um verðmat séu líka fyrir minni aðila til þess að vernda fjárfesta. Einnig er mikilvægt að eftirlitsaðilar fái upplýsingar um virði eigna til þess að geta fylgst með þróun kerfisins og áhættu þess.

6 Starfsleyfi

6.1 Gildandi réttur

Rekstraraðilar eru ekki starfsleyfis skyldir í dag heldur hvílir aðeins tilkynningarskylda á stofnun sjóða til Fjármálaeftirlitsins.

6.2 Starfsleyfis skylda - ólíkir rekstraraðilar

Rekstraraðili verður starfsleyfis skyldur samkvæmt nýjum lögum og gildir starfsleyfi á öllu Evrópska efnahagssvæðinu sbr. 6. gr. tilskipunarinnar. Það er breyting á gildandi rétti þar sem rekstraraðilar fagfjárfestasjóða hafa hingað til ekki verið eftirlitsskyldir að undanskildum þeim sem jafnframt eru fjármálafyrirtæki, en eftirlit samkvæmt gildandi rétti er með sjóðunum sjálfum. Starfsleyfi í heimaríki veitir rekstraraðila Evrópupassa, sem gerir honum kleift að markaðssetja og selja hlutdeildarskírteini/hluti á öllu EES svæðinu á grunni starfsleyfis heimaríkisins, sjá kafla 12. Þá hefur löggjöfin að geyma nýjar efnisreglur fyrir þá rekstraraðila sem jafnframt hafa starfsleyfi sem rekstrarfélag verðbréfasjóða. Því verður raunar um tvöfalda

starfsleyfis skyldu að ræða ef aðilar starfrækja báðar tegundir sjóða, verðbréfasjóði (UCITS) og sérhæfða sjóði (AIF).

Í Noregi er gert ráð fyrir tvöfaldri starfsleyfis skyldu rekstraraðila, annars vegar á grundvelli verðbréfasjóðalaganna og hins vegar á grundvelli norsku laganna um rekstraraðila sérhæfðra sjóða. Í síðarnefndu löggjöfinni er tekið fram í 4. mgr. 2. gr.²² að þegar sótt er um starfsleyfi þurfi rekstraraðili ekki að skila inn upplýsingum sem þegar hafa verið veittar á grundvelli starfsleyfisveitingar á grundvelli norsku verðbréfasjóðslaganna. Starfsleyfi er veitt á grundvelli laga um fjármálafyrirtæki hér á landi. Því er gert ráð fyrir sambærilegu ákvæði í nýrri heildarlöggjöf.

Þar sem rekstraraðilar eru í fjölbreyttu lagalegu formi kunna þeir að vera í ólíkri stöðu vegna veitingar starfsleyfis og þeirra skyldna sem félög þurfa að uppfylla til að starfsemin uppfylli kröfur tilskipunarinnar. Miserfitt getur því verið fyrir rekstraraðila að fella starfsemi sína að nýju starfsumhverfi og reglum.

Rekstrarfélög verðbréfasjóða

Sumir rekstraraðilar eru þegar með starfsleyfi sem rekstrarfélag verðbréfasjóða og þurfa því eingöngu að sækja um viðbótarleyfi til stýringar sérhæfðra sjóða. Eina tvöfalda starfsleyfið sem er heimilt að hafa er starfsleyfi sem rekstrarfélag verðbréfasjóða og rekstraraðili sérhæfðra sjóða.

Í einhverjum tilvikum er um að ræða rekstrarfélag verðbréfasjóða sem rekur eingöngu verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði. Fjárfestingarsjóðirnir teljast sérhæfðir sjóðir í skilningi laganna, en aðilinn rekur enga fagfjárfestingarsjóði í skilningi IV. kafla laga nr. 128/2011 (eftir gildistöku laganna verða það sérhæfðir sjóðir). Slíkt félag næði að öllum líkindum ekki fjárhæðartakmörkum tilskipunarinnar, miðað við núverandi markaðsaðstæður. Þyrfti því eingöngu að skrá rekstraraðilann/félagið samkvæmt lögum um rekstraraðila sérhæfðra sjóða og uppfylla lágmarkskröfur sem gerðar eru til smærri rekstraraðila til að hafa áframhaldandi heimild til starfrækslu fjárfestingarsjóða. Það breytir ekki þeirri tilhögun að fjárfestingarsjóðirnir sjálfir verði staðfestir skv. lögum nr. 128/2011. Þau lög taka til starfsemi sjóðanna sjálfra en lög um rekstraraðila sérhæfðra sjóða eru regluverk utan um rekstraraðilana sem reka þá.

Verðbréfafyrirtæki og lánafyrirtæki

Innleiðingin mun líka hafa áhrif á verðbréfafyrirtæki og lánafyrirtæki sem reka sérhæfða sjóði en slík fjármálafyrirtæki geta haft víðtækari starfsheimildir samkvæmt lögum um fjármálafyrirtæki en gert er ráð fyrir að rekstraraðili sérhæfðra sjóða hafi. Verðbréfafyrirtæki og bankar þurfa því að bera starfsheimildir sínar og viðskiptamódel við þau verkefni sem eru rekstraraðilum sérhæfðra sjóða heimil skv. Annex I í AIFMD. Hafi þau víðtækari heimildir til starfsemi en það, t.d. ef þau hafa heimild til eigin viðskipta, þá þurfa þau að ákveða hvort þau vilja hætta starfrækslu sjóðanna eða stýra eignum þeirra á grundvelli útivistunarsamnings við aðila sem hefur starfsleyfi sem rekstraraðili sérhæfðra sjóða. Verðbréfafyrirtæki með starfsleyfi til eignastýringar og bankar með starfsleyfi samkvæmt lögum um fjármálafyrirtæki munu ekki þurfa að sækja um starfsheimild skv. lögum til þess að veita fjárfestingarþjónustu eins og eignastýringu (e. *individual portfolio management*) fyrir sérhæfða sjóði. Hins vegar þurfa verðbréfafyrirtæki og bankar að fara eftir ákvæðum laganna hvað varðar markaðssetningu hlutdeildarskírteina eða hluta sérhæfðs sjóðs til fagfjárfesta.

²² Sjá norsku lög: Lov om forvaltning av alternative investeringsfond: <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2014-06-20-28>

Aðrir rekstraraðilar sem eru ekki fjármálafyrirtæki

Rekstraraðilar sem hafa hingað til ekki verið undir eftirliti Fjármálaeftirlitsins, t.d. aðilar sem hafa með höndum rekstur áhættufjármagnssjóða, sem ekki hafa verið tilkynntir sem fagfjárfestasjóðir í gildandi lagaumhverfi, munu falla undir regluverkið. Slíkir rekstraraðilar hafa hvorki verið undir sérstökum skipulagskröfum þar sem þeir eru ekki fjármálafyrirtæki skv. skilgreiningu laga nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki, né skilað inn upplýsingum til eftirlitsins um starfsemi sjóðanna og má því telja líklegt að það verði einna erfiðast fyrir umrædda aðila að fella sig að nýju regluverki. Nái slíkur rekstraraðili ekki fjárhæðartakmörkum þarf hann að skrá sig og tilkynna þá sérhæfðu sjóði sem hann rekur og fara að lágmarkskröfum samkvæmt lögum um rekstraraðila sérhæfðra sjóða. Nái hann fjárhæðartakmörkum þarf hann að fá starfsleyfi sem rekstraraðili sérhæfðra sjóða og fella sig undir allt gildissvið laganna.

Sjóður sem lýtur innri stjórn (e. *internally managed*)

Að lokum verður að gera ráð fyrir enn annarri tegund rekstraraðila, eða sjóði sem lýtur innri stjórn (e. *internally managed*). Slíkur sjóður er sinn eigin rekstraraðili sem lög um fjármálafyrirtæki ná ekki til. Gilda því sömu sjónarmið um slíkan sjálfrekinn sjóð og þá rekstraraðila sem ekki eru fjármálafyrirtæki og fjallað er um hér að ofan. Fyrir sjóð sem lýtur innri stjórn gæti með hliðsjón af framansögðu tekið lengri tíma að uppfylla allar kröfur tilskipunarinnar heldur en fyrir t.d. starfandi rekstrarfélag verðbréfasjóða sem nú þegar fylgir nokkuð ítarlegu regluverki og í mörgum tilfellum sömu/svipaðum kröfum til starfseminnar í núgildandi lögum.

6.3 Tegund starfsleyfis

Rekstraraðila sérhæfðra sjóða verður heimilt að hefja starfsemi þegar hann hefur fengið starfsleyfi eða verið skráður hjá Fjármálaeftirlitinu. Skal hann jafnframt ætíð uppfylla skilyrði fyrir starfsleyfisveitingu og skráningu á meðan á starfsemi og starfrækslu sérhæfðra sjóða stendur. Fjármálaeftirlitinu ber að tryggja að enginn rekstraraðili sérhæfðra sjóða stýri sérhæfðum sjóði án þess að vera með starfsleyfi eða skráður ef rekstraraðili er undir fjárhæðarviðmiðum, sjá. kafli 5. Fjármálaeftirlitið fær heimildir til beitingar viðurlaga ef lögunum er ekki fylgt.

Í tilskipuninni er gert ráð fyrir að með stýringu sérhæfðs sjóðs sé að minnsta kosti átt við stýringu eignasafns (e. *portfolio management*) í samræmi við skilgreinda fjárfestingarstefnu. Starfsleyfi sem rekstraraðili sérhæfðra sjóða skal þó ekki veitt nema rekstraraðilinn ætli sér jafnframt að sinna áhættustýringu og öfugt.

Samkvæmt tilskipuninni er aðildarríkjum heimilt að veita rekstraraðila með starfsleyfi til reksturs sérhæfðra sjóða tækifæri til að sækja um viðbótarstarfsheimildir sbr. starfsheimild til eignastýringar fyrir einstaklinga og safnastýringar fyrir lífeyrissjóði (c-liður 6. tölul. 1. mgr. 3. gr. laga um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002 ffl.) ásamt viðbótarheimildum til i) fjárfestingarráðgjafar (d-liður 6. tölul. 1. mgr. 3. gr. ffl.), ii) vörslur fjármálagerninga sbr. 3-lið. 1. mgr. 27. gr. og iii) móttöku og miðlunar fyrirmæla frá viðskiptavinum um einn eða fleiri fjármálagerninga sbr. a-lið 6. tölul. 1. mgr. 3. gr. ffl. Í lögum um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002 er heimild til að veita framangreinda þjónustu bundin við fjármálafyrirtæki. Nefndin telur ekki ástæðu til að víkja frá þeirri framkvæmd.

Nefndin gerir því þá tillögu að rekstraraðila með starfsleyfi til reksturs sérhæfðra sjóða sem jafnframt eru fjármálafyrirtæki skv. lögum nr. 161/2002 verði heimilt að sækja um starfsheimild til framangreindar viðbótarþjónustu, samkvæmt gildandi rétti.

Rekstraraðilar sem lúta innri stjórn (e. *internally managed*) geta ekki sótt um heimildir til að sinna MIFID þjónustu samhliða starfrækslu sérhæfðra sjóða.

Athuga skal að rekstraraðila sem hefur starfsleyfi sem rekstrarfélag verðbréfasjóða skal ekki gert skylt að skila framangreindum upplýsingum sem félagið hefur áður skilað við eigin starfsleyfisveitingu að því tilskildu að gögnin séu uppfærð á hverjum tíma.

6.4 Starfsleyfisskilyrði

Nokkur skilyrði eru sett fyrir því að Fjármálaeftirlitið veiti rekstraraðila starfsleyfi skv. efnisreglum 8. gr. AIFMD. Rekstraraðilinn þarf að uppfylla skilyrði laganna og hafa nægt stofnfé og eigið fé. Stjórnendur rekstraraðila þurfa að vera hæfir með hliðsjón af fjárfestingaráætlunum sérhæfðra sjóða í rekstri. Tilkynna þarf nöfn stjórnenda og allar síðari breytingar á stjórn rekstraraðila. Einnig þurfa hluthafar eða virkir eigendur rekstraraðilans að vera hæfir með hliðsjón af eðlilegum og heilbrigðum rekstri rekstraraðilans og höfuðstöðvar og skráð skrifstofa rekstraraðilans skulu vera staðsettar í sama aðildarríkinu.

Til samræmis við önnur lög á sviði fjármálamarkaða hér á landi og c- lið 1. mgr. 8. gr. AIFMD tilskipunarinnar verður gerð krafa í löggjöfinni að stjórn og framkvæmdastjóri rekstraraðila sem falla yfir fjárhæðarviðmið uppfylli skilyrði um almennt og sérstakt hæfi.

Eitt af skilyrðum starfsleyfisveitingar er að eignarhald eða aðrar aðstæður torveldi ekki eftirlit með rekstraraðilanum eða hafi áhrif á það hvort rekstraraðilinn ylgir lögum og reglum sem um starfsemi hans gildia. Við mat á því er horft til stöðu rekstraraðilans í hópi fyrirtækja sem hann tilheyrir þ.e. innan samstæðunnar, ef við á, og skoða hvort það kunni að hindra Fjármálaeftirlitið í eðlilegum eftirlitsaðgerðum eða hvort lög og reglur sem gilda um aðilana geti talist hindra eðlilegt eftirlit.

Fjármálaeftirlitið getur þannig synjað um starfsleyfisveitingu ef eftirlitsheimildir þess teljast takmarkaðar með einhverjum hætti, t.d. vegna nánna tengsla milli rekstraraðilans og annarra einstaklinga og lögaðila, eða ef lög, reglugerðir og stjórnvaldsfyrirmæli þriðja ríkis sem mæla fyrir um einstaklinga eða lögaðila sem rekstraraðilinn er í nánnum tengslum við teljast torvelda eftirlit, eða um er að ræða aðra erfiðleika við beitingu fyrrgreindra laga, reglugerða eða stjórnsýslufyrirmæla.

Umsókn um starfsleyfi sem rekstraraðili sérhæfðra sjóða þarf að innihalda upplýsingar um stjórnendur, hluthafa og virka eigendur, uppbyggingu starfsemi rekstraraðila og hvernig hann uppfyllir ákvæði laganna, kaupaukareglur, útvistun og vörsluþjónustu. Einnig skal rekstraraðilinn skila upplýsingum vegna þ sérhæfðra sjóða sem hann starfrækir um eftirfarandi atriði: Fjárfestingarstefna, vögun, áhættustefna og önnur einkenni sjóðsins.

Innan þriggja mánaða frá því að fullbúin umsókn barst skal upplýsa umsækjanda hvort starfsleyfi er veitt eða ekki. Fjármálaeftirlitið getur framlengt þennan tíma um þrjá mánuði til viðbótar ef það er talið nauðsynlegt vegna sérstakra aðstæðna í málinu og að undangenginni tilkynningu til rekstraraðilans. Rekstraraðili getur hafið starfsrækslu sérhæfðra sjóða í samræmi við skilgreindar og tilkynntar fjárfestingarstefnur um leið og starfsleyfi hefur verið veitt af Fjármálaeftirlitinu.

Breytingar á starfsleyfi (e. *changes in the scope of authorisation*)

Rekstraraðila er skylt að tilkynna um allar breytingar sem verða á áður tilkynntum upplýsingum og skilyrðum til starfsleyfisveitingar, áður en breytingarnar koma til framkvæmda. Fjármálaeftirlitið getur gert athugasemdir við breytingarnar eða hafnað þeim en stofnunin þarf þá að upplýsa rekstraraðilann innan mánaðar frá því að tilkynning um breytingar barst. Breytingarnar mega koma til framkvæmda ef Fjármálaeftirlitið hefur ekki tekið afstöðu til þeirra eða hafnað þeim innan fyrrgreinds tímaramma.

Afturköllun starfsleyfis

Þau atriði sem leitt geta til þess að Fjármálaeftirlitið taki ákvörðun um að afturkalla starfsleyfi rekstraraðila sérhæfðs sjóðs eru að mestu leyti sambærileg þeim sem þegar er að finna í 9. gr.

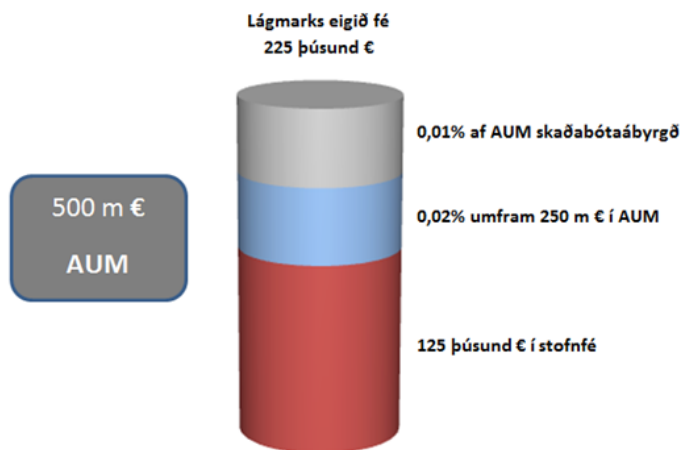
laga um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002. Fjármálaeftirlitið getur þannig afturkallað starfsleyfi viðkomandi við eftirtaldir aðstæður:

- ✓ hafi rekstraraðilinn ekki nýtt starfsleyfið innan 12 mánaða frá því að það var veitt, afsali sér ótvírætt leyfinu eða hætti starfsemi í meira en sex mánuði samfellt, nema að rekstraraðilinn sé með heimild frá Fjármálaeftirlitinu fyrir því.
- ✓ hafi rekstraraðilinn fengið starfsleyfið á grundvelli rangra upplýsinga eða á annan óeðlilegan hátt.
- ✓ ef rekstraraðili fullnægir ekki lengur skilyrðum sem sett voru fyrir starfsleyfi við veitingu þess
- ✓ ef rekstraraðili fullnægir ekki lengur skilyrðum laga um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002 ef starfsleyfi hans nær einnig til eignastýringar fyrir einstaklinga og safnastýringar fyrir lífeyrissjóði eða viðbótarheimildir til fjárfestingarráðgjafar, umsjár og varðveislu eigna og móttöku og miðlunar fyrimæla frá viðskiptavinum um einn eða fleiri fjármálagerninga.
- ✓ brjóti rekstraraðili alvarlega eða ítrekað gegn lögnum; eða
- ✓ ef önnur lög í heimaríki taka á atriðum sem tilskipunin gerir ekki og þau gefa tilefni til afturköllunar á starfsleyfi.

6.5 Stofnfé og eiginfjárkröfur.

Liður í starfsleyfisveitingu rekstraraðila er að uppfylla reglur löggjafarinnar um stofnfé og eiginfjárkröfur. Í tilskipuninni eru settar fram svipaðar kröfur varðandi hlutafé og hjá rekstrarfélögum verðbréfasjóða. Rekstraraðilar sem falla undir fullt gildissvið tilskipunarinnar þurfa að hafa að lágmarki það sem jafngildir 125 þúsund evrum í íslenskum krónum í hlutafé (um 18.5 m.kr) sbr. 2. mgr. 9. gr. Ef verðmæti eigna sérhæfðra sjóða félagsins hækkar yfir 250 milljónir evra skal hækka eigið fé félagsins sem nemur 0,02% af eignum sérhæfðu sjóðanna. Hlutafé skal þó ekki vera hærra en 10 milljónir evra. Þrátt fyrir framangreint skal eigið fé ekki vera lægra en sem nemur 25% af föstum rekstrarkostnaði síðasta tímabils. Sjóðir sem lúta innri stjórn (e. *internally managed*) þurfa að hafa að lágmarki 300 þúsund evrur í hlutafé.

Lágmarks eigið fé miðað við 500 milljónir evra í stýringu



Í tilskipuninni er að finna heimild fyrir ríki til að opna fyrir það að allt að 50% af eigin fé rekstraraðila sé í formi tryggingar sem veitt sé af lánastofnun eða tryggingarfélagi. Sama heimild er í UCITS IV tilskipuninni en ekki var farin sú leið að opna fyrir hana hér á landi við innleiðingu hennar. Nefndin telur rétt að haft verði samræmi á milli rekstraraðila sérhæfðra sjóða og rekstrarfélaga á grundvelli laga nr. 128/2011 þannig að ekki verði opnað á þá heimild AIFMD tilskipunarinnar að hafa hlutafé í formi tryggingar m.a. þar sem ekki er um háar fjárhæðir að ræða.

Til viðbótar eru settar fram kröfur um viðbótar eigið fé vegna mögulegrar skaðabótaábyrgðar (e. *professional liability risk*) vegna starfsemi rekstraraðilans. Í afleiddri reglugerð tilskipunarinnar kemur fram að hlutfallið eigi að vera 0,01% af heildareignum í stýringu.

Þá skal eigið fé rekstraraðila sérhæfðra sjóða vera bundið í auðseljanlegum eignum eða eignum sem auðvelt er að breyta í reiðufé á stuttum tíma. Það er breyting frá gildandi framkvæmd fyrir rekstrarfélög verðbréfasjóða sem hafa ekki þurft að sæta skilyrðum um bindingu eiginfjár í einstökum eignaflokkum. Í tengslum við rekstrarfélög verðbréfasjóða sem reka jafnframt sérhæfða sjóði gilda ákvæði um hlutafé og eigið fé ekki heldur er eingöngu gerð krafa um viðbótar eigið fé vegna mögulegrar skaðabótaábyrgðar og skilyrði um bindingu eiginfjár í ákveðnum eignaflokkum sbr. 10. mgr. 9. gr.

Rekstrarfélög verðbréfasjóða sem jafnframt verða með starfsleyfi sem rekstraraðilar sérhæfðra sjóða munu því þurfa að verða við kröfum um aukið eigið fé og lúta skilyrðum um bindingu þess.

6.6 Tillaga nefndarinnar

Nefndin gerir tvær tillögur er tengjast starfsleyfisskilyrðum. Annars vegar þá tillögu að rekstraraðila með starfsleyfi til reksturs sérhæfðra sjóða sem jafnframt er fjármálafyrirtæki skv. lögum nr. 161/2002 verði heimilt að sækja um starfsheimild til þeirrar viðbótarþjónustu sem mælt er fyrir um í 4. mgr. 6. gr. tilskipunarinnar, sbr. 3. gr. laga um fjármálafyrirtæki.

Til samræmis við önnur lög á sviði fjármálamarkaða hér á landi og c- lið 1. mgr. 8. gr. AIFMD tilskipunarinnarverður gerð krafa í löggjöfinni að stjórn og framkvæmdastjóri rekstraraðila sem falla yfir fjárhæðarviðmið uppfylli skilyrði um almennt og sérstakt hæfi.

7 Skipulagskröfur og starfsskilyrði rekstraraðila sérhæfðra sjóða

7.1 Gildandi réttur

Núgildandi löggjöf tekur til fagfjárfestingsjóðanna en ekki rekstraraðila þeirra. Helstu kröfur sem gerðar eru til fagfjárfestingsjóða eru útlistaðar í 62. gr. nr. 128/2011 um verðbréfasjóði, fjárfestingarsjóði og fagfjárfestingsjóði. Þar kemur m.a. fram að fagfjárfestingsjóður skal:

- ✓ setja sér reglur og fjárfestingarstefnu sem skulu ávallt vera fjárfestum aðgengilegar,
- ✓ tilgreina eðli og ástæður mögulegra hagsmunaárekstra,
- ✓ veita upplýsingar um eignasafn sjóðsins í ársreikningi og hálfársuppgjöri sem skal ávallt vera aðgengilegt fjárfestum,
- ✓ senda FME skýrslu um sundurliðun fjárfestinga, og
- ✓ tilkynna FME um stofnun innan eins mánaðar. Með tilkynningunni skulu fylgja reglur og fjárfestingarstefna sjóðsins og upplýsingar um sjóðstjóra og framkvæmdastjóra.

Um fjárfestingarsjóði gilda sömu reglur um staðfestingu og afturköllun staðfestingar og gilda um verðbréfasjóði skv. lögum nr. 128/2011. Umsókn um staðfestingu fjárfestingarsjóðs skal send Fjármálaeftirlitinu og skulu henni fylgja reglur sjóðsins, útboðslýsing og lykilupplýsingar, upplýsingar um stjórnendur hans o.s.frv. Þá gildir 11. gr. líka um fjárfestingarsjóði sem mælir fyrir um að rekstrarfélag skuli setja sjóðnum reglur. Að sama skapi gilda ákvæði laganna um vörslufyrirtæki og um útgáfu hlutdeildarskríteina.

Vert er að taka fram að rekstrarfélög verðbréfasjóða eru sjálfstætt starfandi fjármálafyrirtæki og starfsleyfis skyld á grundvelli laga um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002. Í 27. gr. laganna er tæmandi talning á starfsheimildum rekstrarfélags. Margvíslegar kröfur eru lögð á slík rekstrarfélög í ljósi þess að þau eru fjármálafyrirtæki, bæði í lögnum og afleiddum stjórnvaldsfyrirmælum.

Við innleiðingu AIFMD í íslenskan rétt munu þeir rekstraraðilar sérhæfðra sjóða, þ.m.t. fagfjárfestasjóða, sem fara yfir skilgreind fjárhæðarviðmið sbr. kafla 5, falla undir fullt gildissvið og þurfa að uppfylla nýjar kröfur um skipulag, stjórnun og innra eftirlit rekstraraðila. Rekstraraðilar skulu starfa af heilindum og kostgæfni, starfa með hagsmuni sérhæfðra sjóða og fjárfesta að leiðarljósi og hafa yfir að ráða fullnægjandi þekkingu og ferla sem nauðsynlegir eru fyrir tilhlýðilega framkvæmd starfa þeirra sbr. 12. gr. AIFMD tilskipunarinnar. Margar þessara reglna eru nánar útfærðar í reglugerð (ESB) nr. 231/2013.²³ Rekstraraðilar sem ekki ná fjárhæðarviðmiðum geta valið að falla undir fullt gildissvið AIFMD og gilda þá hinar nýju kröfur jafnframt um þá.

7.2 Hagsmunaárekstrar

Rekstraraðili mun þurfa að gera viðeigandi ráðstafanir til að bera kennsl á og forðast hagsmunaárekstra sem geta komið upp við starfsrækslu sjóða. Til dæmis á milli sérhæfðs sjóðs í rekstri eða fjárfesta sjóðsins, á milli mismunandi sérhæfðra sjóða eða á milli fjárfesta mismunandi sérhæfðra sjóða, á milli sérhæfðs sjóðs eða fjárfesta hans og annarra viðskiptavina rekstrarfélagsins.

Rekstraraðili sérhæfðra sjóða skal setja sér stefnu varðandi hagsmunaárekstra til þess að auðkenna, koma í veg fyrir, hafa umsjón með og vakta hagsmunaárekstra. Ef þessar aðferðir eru ekki nægilegar til þess að tryggja hagsmuni fjárfesta með nægjanlegri vissu eiga rekstrarfélög sérhæfðra sjóða að gefa fjárfestum upplýsingar um eðli mögulegra hagsmunaárekstra áður en viðskipti eru framkvæmd. Auk þess þarf rekstrarfélag sérhæfðra sjóða að skilgreina stefnu fyrir notkun atkvæðisréttar og gefa fjárfestum upplýsingar um stefnuna og framfylgd hennar ef beðið er um. Í reglugerð nr. 231/2012 eru nánar útfærðar aðferðir sem rekstraraðilar sérhæfðra sjóða eiga að viðhafa til þess að vakta og koma í veg fyrir hagsmunaárekstra.

7.3 Starfskjarastefna

Í 13. gr. AIFMD er áskilið að rekstraraðilar setji sér ítarlega stefnu um starfskjör (e. *remuneration policy*) stjórnenda og þeirra sem taka ákvarðanir sem hafa áhrif á áhættusnið rekstraraðila eða sjóða. Almenn á starfskjarastefnan að hindra áhættusækni sem er ekki í samræmi við áhættusnið (e. *risk profile*) eða reglur eða samþykktir sjóðsins. Frammistöðumat á að miða við mörg ár eða líftíma sérhæfs sjóðs og dreifa skal greiðslu á frammistöðutengdri umbun yfir ákveðið tímabil. Breytileg starfskjör fela í sér allar greiðslur eða þóknanir sem rekstrarfélagið eða sérhæfður sjóður innir af hendi aðrar en regluleg laun. Rekstraraðilar sem eru verulegir að stærð eða starfrækja sjóði sem eru verulegir að stærð eiga að vera með starfskjaranefnd.

Um fjármálafyrirtæki gilda í dag reglur nr. 700/2011 um kaupaukakerfi fjármálafyrirtækja. Þá liggur frumvarp fyrir Alþingi sem hefur að geyma ákvæði um kaupaukakerfi fjármálafyrirtækja sem byggir á CRD IV tilskipuninni.²⁴ Nokkur munur er á framangreindum reglum og starfskjarastefnu samkvæmt AIFMD tilskipuninni en viðmiðunarreglur er m.a. að finna í viðauka II við tilskipunina. UCITS V kveður einnig á um starfskjarastefnu rekstraraðila verðbréfasjóða. Þeir aðilar, gætu í einhverjum tilvikum einnig fallið undir efnisreglur AIFMD tilskipunarinnar og CRD IV tilskipunarinnar. Við gerð starfskjarastefnu þarf að taka tillit til allra þessara þátta en ekki er talið að efnisreglur innan gerðanna er varða starfskjarastefnu valdi innbyrðis ósamræmi eða stangist á með einum eða öðrum hætti. Við frumvarpsgerðina verður leyst úr vanda vegna þessa.

²³ Reglugerð 231/2013 verður innleidd sem stjórnisýslufyrirmæli í íslenskan rétt með lagastofð í hinum nýju lögum um sérhæfða sjóði.

²⁴ Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms, amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC.

7.4 Áhættustýring

Í AIFMD tilskipuninni eru settar ítarlegar reglur um áhættustýringu en í dag eru engar lagareglur í gildi um áhættustýringu fagfjárfestisjóða. Rekstraraðilar sérhæfðra sjóða eiga að tryggja að áhættustýring sé sjálfstæð og aðskilin frá annarri starfsemi, þ.m.t. stýringu eignasafns sbr. 15. gr.

Rekstraraðili skal koma á áhættustýringarkerfi til að auðkenna, bera kennsl á, meta, stjórna og fylgjast með áhættu sem viðkemur fjárfestingarmarkmiðum hvers og eins sjóðs. Til dæmis á að innleiða viðeigandi álagspróf og ferla fyrir álagspróf samkvæmt fjárfestingarstefnu, markmiðum og áhættusniði sérhæfðra sjóðs. Rekstraraðili skal endurskoða áhættustýringarkerfi að minnsta kosti einu sinni á ári og gera viðeigandi breytingar á því eftir því sem nauðsyn krefur.

AIFMD fjallar ekki um fjárfestingarheimildir sérhæfðra sjóða. Samkvæmt reglum AIFMD ber rekstraraðila sérhæfðra sjóða hins vegar að setja fram hámarks vogun fyrir hvern og einn sjóð og að upplýsa um hana í kynningarefni (e. *offering documents*). Hámarks vogun sjóðs ætti að miða m.a. við fjárfestingastefnu, tegund og uppruna vogunar (e. *source of leverage*) og hafa hliðsjón af veðtryggingum. Þá verður eftirlitsaðila heimilt að takmarka vogun, þ.e. setja hámark á þá vogun sem rekstraraðili sérhæfðra sjóða getur notað með tilliti til kerfisáhættu.

7.5 Lausafjárstýring

Í dag gilda engar lagareglur um lausafjárstýringu sérhæfðra sjóða nema í þeim tilvikum að rekstraraðili sérhæfðs sjóðs (fagfjárfestisjóðs) sé einnig rekstrarfélag verðbréfasjóða (UCITS) en þá gilda reglur laga nr. 128/2011 og reglugerð nr. 471/2014 um skipulagskröfur rekstrarfélaga um stýringu lausafjárahættu.

Í AIFMD er sett fram krafa um lausafjárstýringu fyrir alla aðra sjóði en þá sem eru hvort tveggja lokaðir og óvogaðir sbr. 16. gr. tilskipunarinnar. Tilgangur þess er að tryggja að fjárfestar geti innleyst fjárfestingu sína í samræmi við innlausnarstefnu sérhæfðs sjóðs. Rekstraraðili sérhæfðra sjóða þarf að fylgjast með lausafjárahættu sérhæfðs sjóðs og framkvæma reglulega margvísleg álagspróf til að geta lagt mat á lausafjárahættu sjóðsins.

Lausafjárstýring þarf að taka mið af samsetningu fjárfestingarstefnu, lausafjárnsniðs og innlausnarreglum hvers og eins sjóðs sbr. 2. mgr. 16. gr.

7.6 Fjárfesting í verðbréfuðum stöðum/skuldabréfavafningum

AIFMD tilskipunin hefur að geyma reglur fyrir rekstraraðila um fjárfestingu í verðbréfuðum stöðum fyrir hönd þeirra sjóða sem þeir reka, sbr. 17. gr. Rekstraraðila verður eingöngu heimilt, fyrir sjóði í hans rekstri, að fjárfesta í skuldabréfavafningum útgefnum eftir 1. janúar 2011 ef útgefandi sbr. skilgreining 29. gr. a-d. laga nr. 161/2002 og reglugerð nr. 712/2014, bakhjarl eða upprunalegi lánveitandinn heldur eftir hreinni, fjárhagslegri hlutdeild sem er ekki minni en 5%.

7.7 Verðmat

Í AIFMD tilskipuninni er að finna ítarlegar reglur um hvernig framkvæma eigi verðmat eigna hvers sérhæfðs sjóðs (e. *valuation of assets*) sbr. 19. gr. Rekstraraðili sérhæfðra sjóða skal hafa viðeigandi ferla sem tryggja óháð verðmat eigna hvers sérhæfðs sjóðs sem hann starfrækir. Rekstraraðili sérhæfðra sjóða getur sjálfur séð um gerð verðmats eða notað sjálfstæðan og óháðan utankomandi aðila, en í báðum tilfellum ber rekstraraðili sérhæfðra sjóða ábyrgð á viðeigandi verðmati gagnvart sjóðnum og fjárfestum. Þar sem rekstrarfélagið sjálf sér um gerð verðmats, þarf rekstrarfélagið að tryggja viðeigandi aðskilnað frá eignastýringu félagsins og að reglur um hagsmunaárekstra séu virtar. Ráðherra mun í reglugerð útfæra nánar skilyrði fyrir tilhlýðilegu verðmati eigna byggt á framkvæmdarreglugerð AIFMD nr. 231/2013.

7.8 Útvistun

Rekstraraðila sérhæfðra sjóða er heimilt að útvista verkefnum sbr. 20. gr. tilskipunarinnar en fyrir því þurfa að liggja hlutlægar ástæður, þ.e.a.s. til að auka skilvirkni í rekstri og starfrækslu sjóðs. Útvistunaraðila er einnig heimilt að útvista verkefnum til þriðja aðila (e. *sub-delegation*) undir sömu takmörkunum og viðbótarskilyrðum sem sett eru fram í tilskipuninni. Ef rekstraraðili ákveður að útvista einhverjum af sínum verkefnum þarf að upplýsa Fjármálefirlitið áður en fyrirkomulag útvistunar tekur gildi. Segja má að þetta kerfi sé sambærilegt og gildir um verðbréfasjóði (UCITS) skv. lögum nr. 128/2011 og stjórnvaldsfyrirmælum. Þar er þó áskilið að fyrirfram samþykki sé veitt frá eftirlitsaðila.

Rekstraraðilinn er hins vegar alltaf ábyrgur gagnvart sjóðnum og fjárfestum fyrir réttu framkvæmd af útvistaðra verkefna og ber ábyrgð á því að reglum laganna sé fylgt.

Heimilt er að útvista annað hvort eignastýringu eða áhættustýringu, en ekki til vörsluaðila.

Heimilt er að útvista verkefnum til rekstrarfélags utan EES svo fremi sem samstarfssamningur sé í gildi milli eftirlitsaðila heimaríkis og þess þriðja lands sem útvistunaraðilinn er staðsettur í.

8 Vörsluaðilar

8.1 Gildandi réttur

Vörslufyrirtæki er skv. 2. gr. laga nr. 128/2011 fjármálafyrirtæki, samkvæmt lögum um fjármálafyrirtæki, sem uppfyllir skilyrði II. kafla C. Í lögum er vísað til vörslufyrirtækis en að mati nefndarinnar er réttara að nota orðið vörsluaðili sem er víðtækara hugtak og viðeigandi fyrir efnisreglur byggt á AIFMD tilskipuninni. Í dag er ekki skylda að skipa vörsluaðila fyrir fagfjárfestastjóði. Sú skylda hvílir hins vegar á rekstraraðilum fjárfestingarsjóða (sem einnig eru sérhæfðir sjóðir) á grundvelli laga nr. 128/2011 sbr. kafla II. C. Hlutverk vörsluaðila er að hafa eftirlit með starfsemi rekstraraðilans m.a með kaup og sölu á hlutdeildarskírteinum, hlutum og hafa hagnun hlutdeildarskírteinishafa að leiðarljósi.

Rekstrarfélög verðbréfasjóða eru sjálfstætt starfandi fjármálafyrirtæki samkvæmt lögum um fjármálafyrirtæki, nr. 161/2002. Hér á landi eru ýmist bankar eða verðbréfafyrirtæki eigendur rekstrarfélaga verðbréfasjóða. Í mörgum tilvikum eru þessir aðilar jafnframt vörslufyrirtæki fyrir sjóði rekstrarfélaga.

8.2 Efnisreglur tilskipunarinnar

Í inngangsorðum tilskipunarinnar kemur fram að vörsluaðilar eiga að vera óháðir í störfum sínum og ætíð hafa hagsmuni eigenda hlutdeildarskírteina að leiðarljósi. Nýleg þróun á fjármálamarkaði hafi sýnt fram á þörfina að aðskilja varðveislu eigna og stjórn rekstraraðila sérhæfðs sjóðs, einkum að aðgreina eignir fjárfesta og rekstraraðilans. Þrátt fyrir að rekstraraðilar séu með fjölbreytt fyrirkomulag við starfrækslu og rekstur sjóða og t.a.m. varðveislu eigna er nauðsynlegt að skipaður sé vörsluaðili fyrir sjóð sem er aðskilinn og sjálfstæður frá rekstraraðilanum.

Reglur AIFMD tilskipunarinnar um vörsluaðila munu taka til allra sérhæfðra sjóða en útfærslan í lögnum getur verið mismunandi eftir fjárfestingarstefnu sjóðanna þ.e. í hvaða eignaflokkum er fjárfest.

Vörsluaðilar fyrir sérhæfða sjóði á Evrópska efnahagssvæðinu geta verið fjármálafyrirtæki sem eru bundin af reglum um eiginfjárkröfur og áhættugrunn fjármálafyrirtækja nr. 215/2007²⁵ og

²⁵ Nánar tiltekið þeim sem eru bundin af tilskipun 2006/48/EB um stofnun og rekstur lánastofnana og tilskipun 2006/49/EB um eiginfjárkröfur fjárfestingarfyrirtækja og lánastofnana.

þeir sem geta verið vörslufyrirtæki á grundvelli laga nr. 128/2011, sbr. 21. gr. AIFMD. Ef sjóður er fyrir utan Evrópska efnahagssvæðið en markaðssetur sig á því, þarf vörsluaðili að vera sambærilegar stofnanir og taldar eru upp að framan, svo lengi sem hann lýtur sambærilegum varfærnisreglum og eftirliti samkvæmt reglum og framkvæmd á Evrópska efnahagssvæðinu.

Rekstraraðili sérhæfðra sjóða, skráður hér á landi mun því þurfa að skipa einn vörsluaðila og gera skriflegan samning þess efnis. Sá aðili þarf að vera sjálfstæður í störfum sínum, sem þýðir að vörsluaðilinn eða dótturfélög hans mega ekki hafa með höndum fjárfestingarþjónustu fyrir sjóðinn eða rekstraraðilann, hvorki áhættustýringu né stýringu eignasafns. Aðila innan samstæðu vörsluaðilans er hins vegar heimilt að vera rekstraraðili sérhæfðs sjóðs, ef skilyrðum laganna um óhæði og sjálfstæði er gætt að fullu. Í því sambandi þarf að horfa til 15. gr. laga nr. 128/2011, og þeirra röksemda sem liggja því að baki, en ákvæðið tryggir í tilviki rekstrarfélaga verðbréfasjóða, að félagið geti uppfyllt ýrustu kröfur um óhæði stjórnar gagnvart móðurfélagi og vörslufyrirtæki. Sambærilegt ákvæði verður að finna í löggjöf um rekstraraðila sérhæfðra sjóða, til að tryggja að áskilnaður 4. mgr. 21. gr. AIFMD tilskipunarinnar um fullnægjandi vernd gegn hagsmunaaðrekstrum sé tryggð. Að öðrum kosti gæti skapast sú áhætta að hagsmunir hlutdeildarskírteinishafa væru ekki fyllilega varðir. Komi sú aðstaða upp, gæti það jafnframt farið gegn áskilnaði 19. gr. laga um fjármálafyrirtæki um eðlilega og heilbrigða viðskiptahætti, sbr. einnig 1. mgr. 10. gr. laga nr. 87/1998, um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi.

Vörsluaðili verður annað hvort að hafa skráða skrifstofu eða útibú í heimaríki sérhæfða sjóðsins til að koma til greina. Samkvæmt lögnum kemur til greina að vörsluaðili sé utan EES að ákveðnum skilyrðum uppfylltum m.a. að samstarfs- og upplýsingaskiptasamningar séu til staðar milli eftirlitsaðila landanna og vörsluaðili hafi játað ábyrgð skriflega á vörslum gagnvart fjárfestum.

8.2.1 Hlutverk vörsluaðila

Hlutverk vörsluaðila er einkum þrjúþætt þ.e. að sinna tilhlýðilegri varðveislu eigna, að vakta sjóðstreymi og sinna vissu eftirliti með rekstraraðila. Þeim skyldum á vörsluaðilinn að sinna sjálfstætt, tryggja sanngirni og fagmennsku í sínum störfum og standa vörð um hagsmuni sérhæfða sjóðsins og fjárfesta. Hvað varðar varðveislu eigna er gerður greinamunur á fjármálagerningum sem geta verið í beinum vörslum aðilans (skráð rafrænt eða með hlutlægum hætti) og öðrum eignum. Skyldur vörsluaðilans eru ólíkar eftir því hvort eignir leyfa beinar vörslur eða ekki t.d. í tilviki afleiðna.

Eftirlitsskyldur vörsluaðila munu, samkvæmt lögnum, felast m.a. í því að gæta þess að sala, útgáfa, endurkaup, innlausn og ógilding hlutdeildarskírteina eða hluta sé framkvæmd skv. gildandi lögum, reglum eða stofnsamningum sérhæfða sjóðsins og fylgt sé verðmatsreglum laganna, sem og vogunarmörkum sjóðsins sbr. 7., 8. og 9. mgr. 21. gr.

Vörsluaðila er aðeins heimilt að útvista verkefnum sínum til þriðja aðila að ákveðnum skilyrðum uppfylltum. Horft er til almennra hæfisskilyrða þess sem á að útvista verkefnum til t.d. til færni og áreiðanleika sbr. skilyrði í 11. mgr. 21. gr. tilskipunarinnar. Ekki er litið á það sem vörslustarfsemi að fela vörslu eigna uppgjörskerfa fyrir verðbréf í tengslum við endanlegt uppgjör í greiðsluuppgjörskerfum, eða fela þjónustustarfsemi af sama toga og innan EES fyrir uppgjörskerfi fyrir verðbréf í þriðja landi. Strangar takmarkanir og kröfur gilda um framsal tiltekinn verkefna vörsluaðila, einkum hvað varðar vöktun á sjóðstreymi, vörslur eigna og eftirlitsturfsemi. Framsal stuðningsverkefna sem eru tengd þessum verkefnum vörsluaðila t.d. stjórnsýslu- og tæknihlutverk, eru ekki háð sömu ströngu takmörkunum og settar eru fram í AIFMD tilskipuninni og afleiðu reglugerðinni nr. 231/2013.

Ábyrgð vörsluaðila er ströng. Vörsluaðili ber t.d. hlutlæga ábyrgð á þeim fjármálagerningum sem hann hefur tekið að sér að varsla með beinum hætti. Í þeim tilfellum að slíkir fjármálagerningar tapast verður vörsluaðili að leggja fram aðra sambærilega gerninga, eða reiðufé, án tafar. Hlutlægar ábyrgðarleysisástæður kunna þó að eiga við. Þá ber vörsluaðili

almenna skaðabótaábyrgð á öðrum verkum sínum en í ljósi stöðu vörsluaðila verður að ætla að hún sé ströng. Vörsluaðili ber að meginreglu ábyrgð á þeim verkefnum sem hann hefur útvistað sbr. 12. mgr. 21. gr.

Ákvæði um hlutverk vörsluaðila eru nokkuð ítarleg í 21. gr. tilskipunarinnar, og nánar útfærð í framkvæmdarreglugerð AIFMD nr. 231/2013. Sum ákvæði er varða vörsluaðila og útvistun í reglugerðinni taka þó ekki gildi fyrr en árið 2017. Reglugerðin verður innleidd með reglugerð ráðherra á grundvelli lagaheimildar í lögum um rekstraraðila sérhæfðra sjóða.

8.2.2 Sjálfstæði vörsluaðila frá rekstraraðila

Fyrir gildistöku laga nr. 128/2011 höfðu, í einhverjum tilvikum, starfsmenn móðurfélags rekstrarfélags (t.d. banka) skipað að fullu stjórn viðkomandi rekstrarfélags verðbréfasjóða. Nefndin telur hins vegar mun á sjálfstæði rekstrarfélags frá móðurfélagi annars vegar og vörslufyrirtæki hins vegar enda ekki alltaf reyndin að móðurfélagið sé vörsluaðili rekstraraðila sérhæfðra sjóða.

Til að tryggja óhæði rekstrarfélags frá móðurfélagi og vörslufyrirtæki er í lögum nr. 128/2011 mælt fyrir um að meirihluti stjórnarmanna rekstrarfélagsins skuli vera óháðir móðurfélagi og vörslufyrirtæki sbr. 15. gr. Þá skal stjórnarmaður í rekstarfélagi ekki vera í stjórn eða lykilstarfsmaður móðurfélags eða vörslufyrirtækis. Í athugasemdum við 15. gr. í frumvarpi því sem varð að lögum nr. 128/2011 kemur fram að að í ljósi þess fámennis og tengsla sem eru óhjákvæmileg hér á landi, einkum vegna smæðar þjóðarinnar, yrði að ganga lengra í óhæðisskilyrðum stjórna rekstrarfélaga en almennt um fjármálfyrirtæki enda augljóst að mikil tengsl eru algeng á milli rekstrarfélaga og vörslufyrirtækja og/eða móðurfyrirtækja.

Ákvæði 15. gr. er því séríslenskt. Á vettvangi Evrópusambandsins er nú í undirbúningi reglugerð til að tryggja sjálfstæði vörsluaðila verðbréfasjóða frá rekstraraðila, og tillögur að þeirri gerð eru sambærilegar áður nefndri 15. gr. Innan Evrópusambandsins er þó ekki ætlunin að sambærilegar reglur gildi hvað varðar óhæði vörsluaðila frá rekstraraðila sérhæfðra sjóða m.a. í ljósi þess að almennt eru þeir ætlaðir fagfjárfestum og eignaflokkarnir eru um margt ólíkir hjá sérhæfðum sjóðum og verðbréfasjóðum sem fjárfesta aðeins í framseljanlegum verðbréfum á meðan eignaflokkar eru mun fjölbreytilegri hjá sérhæfðum sjóðum. Nefndin telur hins vegar að setja verði ákvæði til að tryggja óhæði vörsluaðila og rekstraraðila en vegna framangreinds er í skoðun hjá nefndinni að hafa það ákvæði minna íþyngjandi en ákvæði 15. gr. sem tekur til rekstrarfélaga verðbréfasjóða.

8.3 Tillaga nefndarinnar

Nefndin telur rétt að heimila að lögmaður eða endurskoðandi verði skipaðir vörsluaðilar ef um er að ræða sérhæfðan sjóð þar sem ekki er innlausnarréttur fyrstu 5 ár frá dagsetningu upphaflegrar fjárfestingar, og í fjárfestingarstefnu sé lagt upp með að ekki sé fjárfest í eignum sem eru almennt undirorpnar vörslum í samræmi við ákvæði þar um og ekki sé almennt fjárfest í útgefendum eða óskráðum félögum í þeim tilgangi að ná yfirráðum yfir þeim félögum í samræmi við ákvæði þar um. Einkum er átt við fasteignasjóði í þessu sambandi en tilteknir áhættufjármagnssjóðir gætu fallið hér undir.

Þá er lagt til að sett verði ákvæði til að tryggja óhæði vörsluaðila og rekstraraðila en ekki jafn ítarlegt ákvæði og gilda um óhæði og aðskilnað stjórnar í móðurfélagi rekstraraðilans og vörsluaðila samkvæmt lögum nr. 128/2011.

9 Vogun

9.1 Gildandi réttur

Þegar sjóðir taka vogaða stöðu í tilteknum eignum, eru þeir að fjármagna kaup á þeim að minnsta kosti að hluta með öðru en eigin fé. Í einfaldri mynd er um að ræða lántöku og lánið er notað, auk eigin fjár, til að kaupa eignir t.d. verðbréf.

Engar takmarkanir eru settar á vogun eða lántökur fagfjárfestasjóða líkt og settar eru á lántökur verðbréfasjóða og fjárfestingarsjóða. Fjárfestingarsjóðir hafa heimild til þess að taka að hámarki 25% að láni til skammstíma sbr. 59. gr. laga nr. 128/2011.

9.2 Reglur tilskipunarinnar um vogun (e. leverage)

Vogun er þegar rekstraraðili eykur áhættu (e. *exposure*) sérhæfðs sjóðs sem hann starfrækir, hvort sem það felst í lántöku á reiðufé eða verðbréfum eða vogun er innbyggð í afleiður eða með öðrum sambærilegum hætti sbr. v. lið 4. gr. tilskipunarinnar. Reglur AIFMD kveða á um hámarksvogun hvers sjóðs, með það að markmiði að draga úr kerfisáhættu sbr. 25. gr. hennar. Í inngangsorðum tilskipunarinnar kemur fram að hátt vogunarhlutfall á fjármálamerktum hafi leitt til óstöðugleika fjármálakerfisins og aukið áhrif fjármálakreppunnar í Evrópu. Tilskipunin miðar að því að vogun sé notuð á ábyrgan hátt og þekking sé til staðar á þeirri afleiddu áhættu sem fylgir vogun.

Ef rekstraraðila sérhæfðs sjóðs er heimilt að beita vogun samkvæmt fjárfestingarstefnu er rekstraraðila gert skylt að veita upplýsingar um vogunina til FME. Hér má nefna vogun sem leiðir af lántöku í reiðufé eða verðbréfum og vogun sem er innbyggð í afleiðu og endurnotkun fjármuna. Þeim upplýsingum sem safnað er skal svo deilt til Evrópsku eftirlitsstofnunarinnar á verðbréfamarkaði (ESMA) og kerfisáhætturáðsins (e. *European Systemic Risk Board, ESRB*) til að auðvelda greiningu á áhrifum vogunar sérhæfða sjóða á fjármálakerfi innri markaðsins í heild sinni, og auðvelda sameiginleg viðbrögð í framhaldinu.

Rekstraraðilum er gert skylt að setja takmörkun á vogun og upplýsa um það stig vogunar sem beitt er fyrir sjóð. Fjármálaeftirlitinu ber að leggja mat á þá áhættu sem leiðir af notkun vogunar og telji eftirlitið það nauðsynlegt til að tryggja stöðugleika og heilindi fjármálamarkaðar, er því heimilt að takmarka notkun vogunar til að koma í veg fyrir uppbyggingu áhættu í kerfinu. Fjármálaeftirlitinu ber að tilkynna ESMA um slíka aðgerð á grundvelli samstarfsákvæðis milli eftirlitsstjórnvalda. ESMA er til ráðgjafar um slíkar ráðstafanir eftirlitsstjórnvalda og hefur það hlutverk að tryggja að eftirlitsstjórnvöld innan EES beiti samræmdri nálgun.

10 Gagnsæiskröfur og upplýsingaskylda

10.1 Gildandi réttur

Í dag eru ekki gerðar sérstakar kröfur í lögum til fagfjárfestasjóða hér á landi um upplýsingagjöf til fjárfesta, hvorki áður en ákvörðun er tekin um fjárfestingu né um reglubundna upplýsingagjöf. Aðeins er gerður áskilnaður um almenna upplýsingagjöf í ársreikningi og hálfársuppgjöri.

Hvað varðar upplýsingagjöf til FME þurfa hérlendir fagfjárfestasjóðir í dag að skila inn, auk fyrrgreinds ársreiknings og árshlutauppgjörs, reglum sínum og fjárfestingarstefnu, skýrslu um sundurliðun fjárfestinga og upplýsingum um hver sé sjóðsstóri og/eða framkvæmdastjóri. Þá eru fjárfestingarsjóðir með svokallað lykilupplýsingaskjal (e. *key investors information document, KID*) en ekki fagfjárfestasjóðir.

Við innleiðingu AIFMD í íslenskan rétt munu þeir rekstraraðilar sérhæfðra sjóða sem fara yfir fjárhæðarviðmið þurfa að uppfylla ríkar kröfur um upplýsingagjöf. Umræddar upplýsingar snúa ekki eingöngu að þeim sjóðum sem þeir reka heldur jafnframt rekstraraðilunum sjálfum. Skipta

má þeirri upplýsingagjöf í þrennt; almenn upplýsingagjöf, upplýsingagjöf til fjárfesta og skýrsluskil til eftirlitsaðila.

10.2 Almenn upplýsingagjöf samkvæmt AIFMD

Í 22. gr. AIFMD er lögð sú skylda á rekstraraðila sérhæfðra sjóða að gerður sé ársreikningur fyrir hvern sérhæfðan sjóð sem hann rekur og alla sjóði sem hann markaðssetur innan EES. Ársreikningur skal vera tiltækur eigi síðar en sex mánuðum eftir lok fjárhagsárs sjóðsins/rekstraraðilans.

Ekki er átt við ársreikning líkt og um er getið í skilningi laga um ársreikninga nr. 3/2006. Ef rekstraraðila ber hins vegar skylda til að skila ársreikningi samkvæmt framangreindum lögum þurfa tilteknar viðbótarupplýsingar að koma fram sbr. 2. mgr. 22. gr. tilskipunarinnar.

10.3 Upplýsingagjöf rekstraraðila til fjárfesta samkvæmt AIFMD

Samkvæmt 23. gr. AIFMD þurfa rekstraraðilar að tryggja að ítarlegar upplýsingar um hvern og einn þeirra sérhæfðu sjóða sem þeir reka eða markaðssetja innan EES séu aðgengilegar fyrir fjárfesta, svo þeir geti kynnt sér þær áður en fjárfest er í viðkomandi sjóði.

Helstu upplýsingar sem hér um ræðir eru eftirfarandi:

- ✓ Lýsing á fjárfestingarstefnu og markmiðum sjóðsins. Fram skal koma í hvaða eignum sjóðnum er heimilt að fjárfesta og með hvaða hætti honum er það heimilt, upplýsingar um hvar höfuð- og fylgisjóðir eru stofnsettir, sú áhætta sem fjárfestingin hefur í för með sér skal útlistuð og allar takmarkanir á fjárfestingum sem sjóðurinn setur sér, sem og upplýsingar um heimildir sjóðsins til vagnar.
- ✓ Lýsing á ferlinu sem þarf að fylgja við breytingu á fjárfestingarstefnu eða markmiðum sjóðsins.
- ✓ Helstu lagalegu áhrif þess að fjárfesta í sjóðnum og lagalegu formi sjóðsins.
- ✓ Hver sé rekstraraðili sjóðsins, vörsluaðili, endurskoðandi og upplýsingar um aðra aðila sem sinna verkefnum fyrir sjóðinn.
- ✓ Hvernig rekstraraðili uppfyllir kröfur um áhættutengda skaðabótaábyrgð (e. *liability risk requirements*).
- ✓ Hvaða verkefnum er útvistað og til hverra og hvort um hagsmunaárekstra sé að ræða.
- ✓ Hvernig verðmati á eignum sé háttað hjá sjóðnum og hvaða aðferðum er beitt við mat á eignum sem er erfitt að verðmeta (e. *hard to value*).
- ✓ Hvernig lausafjárstýring er á sjóðnum, einnig hvernig innlausnum er háttað, bæði undir venjulegum og óvenjulegum kringumstæðum.
- ✓ Hversu háa þóknun leyfilegt er að leggja á og allan beinan eða óbeinan kostnað sem fjárfestir þarf að bera.
- ✓ Hvernig rekstraraðili tryggir jafna meðhöndlun á fjárfestum, hvort einhverjir fjárfestar njóti forréttinda og þá hverjir og hvernig.
- ✓ Síðasti ársreikningur.
- ✓ Fyrirkomulag og skilyrði við kaup og sölu hlutdeildarskírteina eða hluta.
- ✓ Síðasta verð eða verðmæti hreinna eignar sjóðsins eða markaðsverð hlutdeildarskírteinis eða hluts.
- ✓ Ef mögulegt, sögulegur árangur sjóðsins.
- ✓ Hver sé helsti miðlari sjóðsins (e. *prime broker*) og upplýsingar um samning eða samkomulag sem gildi milli sjóðsins og miðlarans.
- ✓ Hvernig áframhaldandi upplýsingagjöf er háttað og hvernig upplýsingar verða veittar.

Þá þarf rekstraraðili með starfsleyfi að upplýsa fjárfesta reglubundið um eftirfarandi. Athugið að þessar kröfur verða nýjar fyrir fjárfestingarsjóðina:

- ✓ Hlutfall eigna sjóðsins sem falla undir sérstakt fyrirkomulag vegna illseljanleika skv. a-lið 4. mgr. 23. gr. AIFMD.
- ✓ Allar breytingar á lausafjárstýringu sjóðsins skv. b-lið 4. mgr. 23. gr. AIFMD.

- ✓ Núverandi áhættusnið sjóðsins og hvernig áhættustýring sjóðsins tekur á þeirri áhættu. skv. c-lið 4. mgr. 23. gr. AIFMD.
- ✓ Allar breytingar á vögun sjóðsins skv. a-lið 5. mgr. 23. gr. AIFMD.
- ✓ Hversu mikla vögun sjóðurinn hefur í dag skv. b-lið 5. mgr. 23. gr. AIFMD.

Ef ákveðið verður við innleiðingu AIFMD í íslenskan rétt að opna fyrir markaðssetningu sérhæfðra sjóða til almennings þá yrði, að öllum líkindum, jafnframt gerð krafa um lykilupplýsingaskjal (e. *key investor information document*) líkt og gert er í dag með verðbréfasjóði skv. lögum nr. 128/2011 um verðbréfasjóði, fjárfestingarsjóði og fagfjárfestasjóði.

10.4 Reglubundin skýrsluskil til eftirlitsaðila samkvæmt AIFMD

Í 24. gr. AIFMD er mælt fyrir um reglubundna upplýsingagjöf rekstraraðila til lögbærs eftirlitsaðila í heimaríki, hér á landi FME. Samkvæmt ákvæðinu er einkum um að ræða skýrsluskil um helstu markaði og gerninga sem rekstraraðili stundar viðskipti með fyrir hönd þeirra sérhæfðu sjóða sem hann stýrir.

Rekstraraðili skal veita eftirlitsaðila eftirfarandi upplýsingar um hvern og einn þeirra sjóða sem hann rekur eða markaðssetur innan EES:

- ✓ Hlutfall af eignum sjóðsins sem falla undir sérstakt fyrirkomulag vegna illseljanleika.
- ✓ Allar breytingar á lausafjárstýringu sjóðsins.
- ✓ Áhættusnið sjóðsins og áhættustýringarkerfi sjóðsins til að meta helstu áhættu.
- ✓ Helstu eignaflokka sem sjóðurinn fjárfestir í.
- ✓ Niðurstöður álagsprófa sem sjóðurinn framkvæmir.

Að beiðni eftirlitsaðila þarf rekstraraðili jafnframt að veita eftirfarandi upplýsingar:

- ✓ Ársreikning fyrir hvern og einn þeirra sérhæfðu sjóða sem hann rekur eða markaðssetur innan EES.
- ✓ Skrá yfir alla sérhæfða sjóði sem rekstraraðili rekur í lok hvers ársfjórðungs.

Ef rekstraraðili beitir vögun (e. *leverage*) að verulegu leyti við rekstur sérhæfðra sjóða þá skal hann veita eftirlitsaðila upplýsingar um vögun einstakra sjóða. Gera skal greinarmun á vögun vegna lánsfjár eða verðbréfalána og vögunar vegna afleiðna. Jafnframt skal taka fram að hversu miklu leyti eignir sjóðsins hafa verið endurnýttar til vögunar (e. *reused under leveraging arrangements*). Tilgreina skal hverjir séu fimm stærstu lánveitendur lánsfjár og verðbréfa vegna hvers og eins sérhæfðs sjóðs sem rekstraraðili rekur og fjárhæðir lána.

Að lokum er vert að taka fram að eftirlitsaðila er heimilt, sé það nauðsynlegt til árangursríks eftirlits með kerfisáhættu, að óska frekari upplýsinga en greinir hér að ofan, hvort sem er með reglubundnum hætti eða í einstaka tilfellum.

11 Kvaðir sem fylgja yfiráðum í óskráðum félögum og útgefanda hlutabréfa í viðskiptum á skipulegum verðbréfamarkaði

11.1 Upplýsingaskylda í tengslum við yfiráð og verulegan hlut atkvæðisréttar

Rekstraraðili sérhæfðra sjóða skal tilkynna Fjármálaeftirlitinu, óskráða félaginu og hluthöfum þess félags ef sjóður, eða sjóðir í sameiningu, í hans rekstri ná yfiráðum í óskráðu félagi. Sama á við ef sjóðir í sameiningu ná yfiráðum í óskráðu félagi á grundvelli samnings tveggja eða fleiri rekstraraðila sérhæfðra sjóða. Með yfiráðum er átt við að fara með yfir 50% atkvæðisréttar í óskráða félaginu. Þessi tilkynningarskylda á ekki við um óskráð félög sem eru lítil og meðalstór fyrirtæki og félög með sérstakan tilgang (e. *special purpose vehicle*) sem hafa þann tilgang að kaupa, eiga, eða reka fasteignir.

Rekstraraðili sérhæfðs sjóðs skal tilkynna Fjármálaeftirlitinu um atkvæðisrétt sérhæfðs sjóðs í óskráðu félagi í hvert sinn sem hann nær, hækkar yfir eða lækkar niður fyrir mörkin 10%, 20%, 30%, 50% og 75%.

Rekstraraðili skal tilkynna um ofangreint eins og fljótt og auðið er og eigi síðar en tíu virkum dögum eftir að yferráðum er náð í óskráðu félagi eða þegar náð er, hækkað yfir eða lækkað niður fyrir umrædd mörk atkvæðisréttar.

Í lögum um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007 er skilgreint hver tilkynningarskyldan er þegar yferráðum er náð eða þegar breyting verður á verulegum hlut atkvæðisréttar í skráðu félagi, þ.e. útgefenda hlutabréfa sem eru í viðskiptum á skipulegum verðbréfamarkaði.

Þegar yferráðum er náð, hvort sem er í óskráðu eða skráðu félagi, skal í tilkynningu koma fram heiti viðkomandi rekstraraðila, upplýsingar um stefnu rekstraraðila m.t.t. þess að koma í veg fyrir og meðhöndla hagsmunaárekstra ásamt stefnu í miðlun upplýsinga sem varða félagið til innra og ytra umhverfis. Þegar um er að ræða óskráð félag skal einnig greina frá framtíðaráætlunum félagsins og líkleg áhrif þeirra áætlana á starfsmenn félagsins. Í tilviki óskráðs félags skal rekstraraðili að auki veita FME og fjárfestum sjóðsins upplýsingar um fjármögnun kaupanna.

Ef sjóður fer með yferráð í óskráðu félagi skal í ársreikningi vera til staðar sanngjörn umfjöllun um þróun rekstrar félagsins á umræddu rekstrarári og upplýsingar um mikilvæga atburði sem hafa átt sér stað eftir lok reikningsársins, líklega þróun mála hjá félaginu og upplýsingar um öflun eigin hluta.

11.2 Flutningur verðmæta úr félagi (e. asset stripping)

Yfir 24 mánaða tímabil frá því sjóður, einn sér eða með öðrum, nær yferráðum í óskráðu eða skráðu félagi er rekstraraðilanum óheimilt að auðvelda, styðja eða veita fyrirmæli um úthlutun úr félaginu til hluthafa á hvaða formi sem er, lækkun hlutafjár, innlausn á hlutum og/eða að félagið afli eigin hluta. Á sama tímabili er rekstraraðilanum óheimilt að greiða atkvæði fyrir hönd sjóðsins á fundum sem lúta að stjórnun félagsins á þann veg að það veiti slíkum aðgerðum brautargengi. Almennt séð skal rekstraraðilinn af fremsta megni beita sér gegn úthlutun úr félaginu til hluthafa á hvaða formi sem er, lækkun hlutafjár, innlausn á hlutum og/eða að félagið afli eigin hluta.

Fyrirtækja-flokkur	Starfsmanna-fjöldi: Ársverk	Árleg velta	Árleg niður-stöðutala efnahags-reiknings
Meðalstórt	< 250	≤ € 50 milljónir	≤ € 43 milljónir
Lítið	< 50	≤ € 10 milljónir	≤ € 10 milljónir
Örfyrirtæki	< 10	≤ € 2 milljónir	≤ € 2 milljónir

Ofangreindar varúðarráðstafanir eiga ekki við um félög sem eru lítil og meðalstór fyrirtæki og félög með sérstakan tilgang (e. *special purpose vehicles*) sem hafa þann tilgang að kaupa, eiga, eða reka fasteignir sbr. 4. mgr. 26. gr. Í íslenskri löggjöf er ekki að finna skilgreiningu á litlum eða meðalstörum félögum en innan Evrópu, sbr. tilmæli Evrópusambandsins nr. 2003/61, eru meginþættir sem litið er til fjöldi starfsmanna og ársvelta eða efnahagsreikningur félags, sjá töflu. Talið er að um 99% íslenskra fyrirtækja falli undir það sem kallast lítil og meðalstór fyrirtæki sbr. myndin.

12 Markaðssetning yfir landamæri – Evrópupassi

12.1 Gildandi réttur

12.1.1 Markaðssetning erlendra sjóða hérlendis

Markaðssetning á fagfjárfestasjóðum í dag fer eftir lögum nr. 128/2011. Í lögnum er að finna heimild fyrir erlenda sjóði til að markaðssetja sig til fagfjárfesta hér á landi. Markaðssetning hlutdeildarskírteina eða hluta erlendra sjóða um sameiginlega fjárfestingu til fagfjárfesta er tilkynningarskyld til Fjármálaeftirlitsins skv. 47. gr. laga nr. 128/2011.

Samkvæmt upplýsingum frá Fjármálaeftirlitinu eru nokkrir sérhæfðir sjóðir erlendra rekstraraðila sem markaðssettir eru til fagfjárfesta hér á landi, einkum frá Bretlandi og Bandaríkjunum. Þar til AIFMD hefur verið innleidd geta evrópskir rekstraraðilar ekki nýtt sér vegabréf tilskipunarinnar til að markaðssetja sérhæfða sjóði til fagfjárfesta á Íslandi. Þangað til koma allar tilkynningar til Fjármálaeftirlitsins um markaðssetningu hérlendis í gegnum NPPR kerfið svokallaða (e. *national private placement regime*) sem finna má í 47. gr. laga nr. 128/2011.

Væri tilskipunin þegar innleidd í íslenskan rétt ætti breski rekstraraðili þeirra bresku sjóða sem markaðssettir eru hérlendis að nýta Evrópupassa tilskipunarinnar til markaðssetningar hérlendis. Önnur staða er uppi um rekstraraðila hinna bandarísku sjóða þar sem rekstraraðilinn er frá Bandaríkjunum, þ.e. þriðja ríki og getur þ.a.l. ekki nýtt sér Evrópupassann eins og rekstraraðilar með starfsleyfi innan EES.

Með hliðsjón af framangreindu þurfa allir rekstraraðilar sérhæfðra sjóða, sem hug hafa á markaðssetningu sérhæfðra sjóða sinna hérlendis samkvæmt gildandi rétti, hvar sem rekstraraðilinn hefur fengið starfsleyfi, að tilkynna um markaðssetninguna á grundvelli íslenska NPPR kerfisins og sérstakrar heimildar í íslenskum lögum, þ.e. ákvæði 47. gr. laga nr. 128/2011.

Erlendir fjárfestingarsjóðir geta þó markaðssett hlutdeildarskírteini sín eða hluti hér á landi á grundvelli heimildar frá FME skv. 45. gr. laga nr. 128/2011. Samkvæmt upplýsingum frá FME hefur enginn sjóður nýtt sér þessa heimild.

12.1.2 Markaðssetning innlendra sjóða erlendis

Íslenskir fagfjárfestasjóðir hafa samkvæmt gildandi lögum engar heimildir til markaðssetningar erlendis. Áður en AIFMD tók gildi í Evrópu fór það eftir löggjöf hvers ríkis hvort íslenskir fagfjárfestasjóðir höfðu heimild til að markaðssetja sig þar eða ekki.

Fjárfestingarsjóðir, sem eru sérhæfðir sjóðir, hafa ekki heimild til að markaðssetja sig erlendis sbr. 2. tl. 2. gr. laga nr. 128/2011.

12.2 Efnisreglur tilskipunarinnar

Starfsleyfi (e. *authorisation*) sem veitt er evrópskum rekstraraðila tekur til starfrækslu sérhæfðra sjóða innan EES. Með fyrirvara um frekari tilkynningarskyldu tekur tilskipunin einnig til markaðssetningar á evrópskum sérhæfðum sjóðum til fagfjárfesta innan EES sem evrópskir rekstraraðilar starfrækja og starfrækslu evrópskra sérhæfðra sjóða í öðru aðildarríki en heimaríki rekstraraðilans. Í tilskipuninni er einnig kveðið á um skilyrði sem sett eru fyrir því að rekstraraðili með starfsleyfi innan EES markaðssetji sérhæfða sjóði frá þriðju ríkjum til fagfjárfesta innan EES. Einnig eru sett fram skilyrði um möguleika rekstraraðila í þriðja ríki til að fá leyfi til að starfrækja evrópska sérhæfða sjóði og/eða markaðssetja sérhæfða sjóði til fagfjárfesta innan EES með markaðssetningarvegabréfi.

Meðan á umbreytingartímabili skv. tilskipuninni stendur eiga aðildarríki einnig að geta heimilað evrópskum rekstraraðila að markaðssetja sérhæfða sjóði frá þriðju ríkjum í sínu aðildarríki, og/eða heimilað rekstraraðilum í þriðju ríkjum að starfrækja evrópska sérhæfða sjóði og/eða markaðssetja sérhæfða sjóði til fagfjárfesta eingöngu á sínu yfirráðasvæði, með fyrirvara um landslöggiöf. Þá verða einnig öll skilyrði tilskipunarinnar að vera uppfyllt.

12.3 Hvað er markaðssetning samkvæmt AIFMD?

Samkvæmt AIFMD telst markaðssetning hvers konar beint eða óbeint tilboð eða hvatning (e. offering or placement) að frumkvæði rekstraraðila sérhæfðs sjóðs eða fyrir hans hönd, um kaup á hlutdeildarskírteinum eða hlutum í sérhæfðum sjóði sem hann starfrækir, til eða með (e. *to or with*) fjárfesta sem hafa heimilisfesti eða skráða skrifstofu innan EES. Þessi skilgreining nær ekki til öfugrar tilboðsgjafar (e. *reverse solicitation*)²⁶ þ.e. ef fjárfestirinn sjálfur hefur samband við sérhæfðan sjóð í þeim tilgangi að kaupa í honum. Slík markaðssetning fellur utan gildissviðs AIFMD, en að öðrum kosti væri það takmörkun á frelsi fjárfesta til að kaupa þá vöru sem hentar þeim best.

Sum aðildarríki, t.d. Bretland hafa farið þá leið að setja í reglur að þá þurfi að vera til staðar yfirlýsing frá fjárfesti að hann hafi sannanlega sett sig fyrstur í samband við sjóðinn og hafi óskað eftir kaupum án þess að rekstraraðilinn hafi boðið honum hluti til kaups. Kemur einnig fram í þeim reglum að breska fjármálaeftirlitið (e. *Financial Conduct Authority, FCA*) muni beita viðurlögum ef stofnunin kemst að því að verið sé að nota öfuga tilboðsgjöf í því skyni að komast hjá ákvæðum tilskipunarinnar.

Þótt tilskipunin setji fram mjög víðtæka skilgreiningu á markaðssetningu er ekki að finna frekari leiðbeiningar í tilskipuninni sjálfri. Þetta hefur leitt til þess að skilgreining á markaðssetningu er mismunandi innan aðildarríkjanna. Flest aðildarríki hafa ákveðið að búa ekki til sértækari skilgreiningu á markaðssetningu.²⁷

Það er misjafnt eftir ríkjum hvernig markaðssetning er skilgreind, þ.e. hvort hún er skilgreind eins og í tilskipuninni, sem er mjög víðtæk og opin skilgreining, eða hvort hún er nánar skilgreind í landsrétti. Skilgreining á markaðssetningu getur því haft áhrif á það að tilkynna þurfi um markaðssetningu sem annars teldist ekki markaðssetning, skv. skilgreiningu tilskipunarinnar.

12.3.1 Tillaga nefndarinnar

Nefndin leggur til að skilgreining á markaðssetningu verði sú sama og í tilskipuninni. Af því leiðir að öfug tilboðsgjöf falli fyrir utan skilgreiningu á markaðssetningu.

12.4 Efnisreglur AIFMD um markaðssetningu yfir landamæri

Rekstraraðili sérhæfðra sjóða með starfsleyfi innan EES hefur rétt samkvæmt 31.-33. gr. tilskipunarinnar til að:

- ✓ Markaðssetja hluti eða hlutdeildarskírteini EES SS sem hann starfrækir til fagfjárfesta í heimaríki RSS, að undangenginni tilkynningu til eftirlits í heimaríki.
- ✓ Markaðssetja hluti eða hlutdeildarskírteini EES SS sem hann starfrækir til fagfjárfesta í öðru aðildarríki á grundvelli Evrópupassa AIFMD, að undangenginni tilkynningu til eftirlits í heimaríki.

²⁶ Í Noregi fellur það sem kallast „*first approach*“ markaðssetning jafnframt fyrir utan skilgreiningu á því sem telst vera markaðssetning, sem er það sama og *reverse solicitation*.

²⁷ Í Bretlandi hefur FCA þó veitt einhverjar leiðbeiningar um efnið og segir að um sé að ræða markaðssetningu þegar: „*a person seeks to raise capital by making a unit of share of an AIF available for purchase by a potential investor*. This includes situations which constitute a contractual offer that can be accepted by a potential investor in order to make the investment and form a binding contract, and situations which constitute an invitation to the investor to make an offer to subscribe for the investment“ (FCA Handbook).

Til að byrja með (a.m.k. til október 2015) geta eingöngu rekstraraðilar innan EES fengið starfsleyfi sem RSS og fengið Evrópupassa fyrir sérhæfða sjóði sína innan EES, eins og áður hefur komið fram. En frá október 2015 getur framkvæmdastjórnin ákveðið að virkja nokkur ákvæði AIFMD sem útvíkka Evrópupassann í tilskipuninni þannig að RSS utan EES geta sótt um að fá starfsleyfi sem RSS skv. tilskipuninni og markaðssett á grundvelli þess SS sjóði sína innan EES með Evrópupassanum.

Rekstraraðilar sérhæfðra sjóða utan EES hafa með hliðsjón af framangreindu enn sem komið er ekki heimild til að markaðssetja sérhæfða sjóði sína innan EES nema landslög í aðildarríki heimili slíka markaðssetningu, þ.e. að aðildarríkið sem markaðssetja á sjóðinn í, sé með NPPR kerfi sem gerir ráð fyrir markaðssetningu sérhæfðra sjóða frá þriðju ríkjum.

Rekstraraðili innan EES starfrækir sérhæfðan sjóð innan heimaríkis – 31. gr. AIFMD

Í 31. gr. er fjallað um markaðssetningu innan heimaríkis rekstraraðilans. Rekstraraðili sérhæfðs sjóðs hefur heimild til að markaðssetja hluti eða hlutdeildarskírteini sjóðsins til fagfjárfesta í sínu heimaríki samkvæmt ákvæðinu. Um leið og rekstraraðili hefur fengið starfsleyfi eða verið skráður sem rekstraraðili sérhæfðra sjóða hefur hann þannig heimild til að markaðssetja sérhæfða sjóði í sínum rekstri til fagfjárfesta í heimaríkinu. Rekstraraðili leggur inn tilkynningu til lögbæra eftirlitsins í heimaríkinu um hvern sjóð sem hann hyggst markaðssetja til fagfjárfesta innan heimaríkisins. Tilkynning skal hafa geyma ákveðnar upplýsingar og 20 dögum eftir að tilkynningin hefur borist skal hið lögbæra eftirlit í heimaríki eftirlitsaðilans tilkynna rekstraraðilanum hvort hann má hefja markaðssetningu.

Rekstraraðili innan EES markaðssetur evrópskan sérhæfðan sjóð í öðru ríki innan EES – 32. gr. AIFMD

Frá 22. júlí 2013 hafa RSS með starfsleyfi innan EES haft vegabréf til að markaðssetja EES SS, sem þeir starfrækja, til fagfjárfesta, bæði í eigin ríki og öðrum ríkjum innan EES. Er fjallað um þær heimildir í 32. gr. þar sem fram koma reglur um markaðssetningu hlutdeildarskírteina eða hluta evrópskra sérhæfðra sjóða til fagfjárfesta í öðrum ríkjum Evrópska efnahagssvæðisins en í heimaríki rekstraraðilans. Skal sjóðurinn tilkynntur til lögbærra yfirvalda í heimaríki sem skal svo áframsenda upplýsingarnar til lögbæra yfirvaldsins í því ríki sem rekstraraðilinn hyggst markaðssetja sjóðinn.

Um leið og RSS fær starfsleyfi í einu aðildarríki þarf ekki að veita honum starfsleyfi í öðru aðildarríki til þess að RSS geti markaðssett EES SS sína í öðru aðildarríki. Ólíkt passa UCITS sjóða er passinn veittur rekstraraðilanum sjálfum, en ekki sjóðnum.

Eftirlit í heimaríki getur eingöngu bannað markaðssetningu hlutdeildarskírteina EES SS ef upplýsingar í tilkynningu sýna að umræddur SS muni ekki verða starfræktur í samræmi við ákvæði tilskipunarinnar. Ef EES SS er fylgisjóður, er réttur til markaðssetningar skilyrtur við það að höfuðsjóðurinn sé einnig EES SS og sé starfræktur af RSS með starfsleyfi.

Rekstraraðili innan EES starfrækir evrópskan sérhæfðan sjóð í öðru aðildarríki – 33. gr. AIFMD

Í tilskipuninni er einnig að finna skyldu aðildarríkja til að tryggja að evrópskir rekstraraðilar geti starfrækt evrópska sérhæfða sjóði í öðru aðildarríki með beinum hætti eða með því að setja upp útibú hafi hann starfsleyfi til að reka slíkan sjóð.

Rekstraraðili innan EES starfrækir sérhæfðan sjóð frá þriðja ríki sem er ekki markaðssettur innan EES – 34. gr. AIFMD

Á grundvelli ákvæðis 34. gr. tilskipunarinnar geta evrópskir rekstraraðilar starfrækt sjóð í þriðja ríki án þess að hann sé markaðssettur innan Evrópu. Möguleikar rekstraraðilans til markaðssetningar sjóðsins til fagfjárfesta utan Evrópu fara eftir löggjöf í því ríki sem áætlað er að markaðssetja sjóðinn í.

Rekstraraðili innan EES starfrækir sjóð frá þriðja ríki sem er markaðssettur innan EES – 35. gr. og 36. gr. AIFMD

Ákvæði 35. gr. er eitt þeirra ákvæða sem gæti virkjast á grundvelli jákvæðs álits frá ESMA til framkvæmdastjórnar ESB um að útvíkka Evrópupassa tilskipunarinnar til þriðju ríkja. Í ákvæðinu er fjallað um passa evrópsks rekstraraðila til að markaðssetja sérhæfðan sjóð sem starfræktur er í þriðja ríki í öðru ríki innan EES. Slíkur rekstraraðili þarf að uppfylla allar kröfur sem settar eru fram í AIFMD auk þess sem hann þarf að uppfylla viðbótarskilyrði um samstarfssamninga milli eftirlitsstofnana í heimaríki rekstraraðilans og sjóðsins. Að lokum þurfa að vera til staðar OECD skattasamningar milli þriðja ríkis, heimaríkis rekstraraðila og hvers og eins ríkis sem sjóðurinn er markaðssettur í.

Pangað til og ef Evrópupassi tilskipunarinnar verður útvíkkaður og 35. gr. AIFMD tekur gildi geta evrópskir rekstraraðilar sem reka sjóði frá þriðju ríkjum markaðssett þá sjóði til fagfjárfesta innan EES á grundvelli landslöggjafar í því ríki sem áætlað er að markaðssetja sjóðinn í. Gildissvið AIFMD á þá ekki allt við, en rekstraraðili þarf þó ekki að lúta ákvæðum tilskipunarinnar um vörsluaðila. Sá aðili sem sinnir vörslu hinna sérhæfðu sjóða í þriðja ríkinu þarf því eingöngu að vera hæfur, sjálfstæður aðili, en þarf ekki að uppfylla allar þær ströngu kröfur sem gerðar eru til vörsluaðila í skilningi tilskipunarinnar. Sömu skilyrði og nefnd voru að ofan varðandi tilkynningar á grundvelli 35. gr. þurfa að öðru leyti að vera uppfyllt.

Rekstraraðili utan Evrópu starfrækir evrópskan sérhæfðan sjóð, hvort sem hann er markaðssettur innan EES eða ekki - 37., 39. og 42. gr. AIFMD

Ákvæði 37. gr. AIFMD er eitt þeirra ákvæða sem virkjast ef Evrópupassinn verður útvíkkaður til þriðju ríkja en það mun veita rekstraraðilum utan Evrópu heimild til að sækja um starfsleyfi innan Evrópu og nota Evrópupassann sem fylgir starfsleyfi í aðildarríki til að markaðssetja þá evrópsku sérhæfðu sjóði sem þeir reka í öðrum aðildarríkjum, sbr. 39. gr. tilskipunarinnar. Pangað til og ef Evrópupassinn verður útvíkkaður kemur 42. gr. í stað hennar, en rekstraraðilar í þriðju ríkjum geta í dag markaðssett sjóði sína á grundvelli heimildar í landslögum þess ríkis sem markaðssetja á sjóðinn í.

Rekstraraðili utan Evrópu starfrækir sérhæfðan sjóð í þriðja ríki, sem er markaðssettur innan EES – 37., 40. og 42. gr. AIFMD

Ákvæði 37. gr. mun einnig vinna með 40. gr. tilskipunarinnar ef Evrópupassinn verður útvíkkaður. Samspil 37. og 40. gr. veitir rekstraraðila í þriðja ríki heimild til að sækja um starfsleyfi í aðildarríki og á grundvelli þess nota Evrópupassann til að markaðssetja sjóði sína sem hafa staðfestu utan Evrópu, innan EES svæðisins.

Pangað til og ef vegabréf tilskipunarinnar verður útvíkkað til þriðju ríkja gildir 42. gr. AIFMD um möguleika rekstraraðila frá þriðja ríki til markaðssetningar á sérhæfðum sjóðum utan Evrópu, í þeim aðildarríkjum sem eru með NPPR kerfi og opna á slíka markaðssetningu. Fjármálaeftirlitið hefur tekið við tilkynningum frá bandarískum rekstraraðilum um markaðssetningu bandarískra sjóða hérlendis og hefur óskað eftir gögnum á grundvelli ákvæðis 42. gr. AIFMD til að uppfylla skilyrði tilskipunarinnar.

12.5 NPPR kerfi (e. National Private Placement regime)

12.5.1 Gildandi réttur

Eins og áður hefur komið fram er íslenska NPPR kerfið að finna í 47. gr. laga nr. 128/2011. Á grundvelli ákvæðisins tekur Fjármálaeftirlitið á móti tilkynningum um markaðssetningu sjóða sem teljast sérhæfðir sjóðir skv. skilgreiningu AIFMD á meðan tilskipunin hefur ekki verið innleidd. Samkvæmt 1. mgr. 47. gr. gilda ákveðnar undanþágur um tilkynningar um markaðssetningu þegar um er að ræða markaðssetningu til fagfjárfesta eingöngu. Ákvæðið skilur ekki á milli tegunda sjóða heldur er horft á þann fjárfestahóp sem sjóðurinn er boðinn til. Sé eingöngu um að ræða markaðssetningu til fagfjárfesta, getur sjóður tilkynnt um markaðssetningu á Íslandi til Fjármálaeftirlitsins á grundvelli ákvæðis 47. gr.

Í dag hafa tveir rekstraraðilar frá Bandaríkjunum tilkynnt um samtals fimm bandaríska sjóði hérlendis eingöngu árið 2014. Hafa ber í huga að þar sem engin gagnkvæmnisregla er í gildandi rétti svo sem er að finna t.d. í dönskum rétti, hafa íslenskir rekstraraðilar að öllum líkindum ekki möguleika á að markaðssetja sína sjóði í Bandaríkjunum.

Í 2. mgr. 47. gr. kemur fram að sjóðir sem eingöngu hyggjast markaðssetja hluti eða hlutdeildarskírteini sín til fagfjárfesta hér á landi skuli fyrirfram tilkynna það til Fjármálaeftirlitsins, ásamt upplýsingum um heimaríki sjóðsins, rekstraraðila og heimilisfang hans, hvort sjóðurinn lúti opinberu eftirliti, ásamt öðrum upplýsingum sem Fjármálaeftirlitið telur nauðsynlegar. Á grundvelli síðasta málsliðar 2. mgr. hefur Fjármálaeftirlitið farið fram á að tilkynning um markaðssetningu evrópsks sjóðs sem starfsfræktur er af rekstraraðila með starfsleyfi innan Evrópu berist frá lögbæru eftirliti til lögbærs eftirlits í samræmi við tilkynningaverklag tilskipunarinnar og jafnframt óskað allra gagna sem tiltekin eru í ákvæðum hennar, eftir því í hvaða ríki rekstraraðili er með starfsleyfi svo og hvar sjóðurinn sem markaðssetja á til fagfjárfesta er skráður. Má því segja að Fjármálaeftirlitið sé þegar byrjað að vinna eftir tilkynningarreglum AIFMD hvað varðar markaðssetningu milli landa þrátt fyrir að tilskipunin hafi ekki enn verið innleidd í íslenskan rétt.

12.5.2 Almennt

Aðildarríkjum er heimilt að heimila rekstraraðilum utan Evrópska efnahagssvæðisins að markaðssetja sérhæfða sjóði til fagfjárfesta innan þeirra lögsögu, án vegabréfs, á grundvelli NPPR kerfis í landslögum aðildarríkisins sbr. 42. gr. AIFMD. Samkvæmt tilskipuninni hafa aðildarríki ákvörðunarvald þar til a.m.k. 2018, til að heimila einhliða markaðssetningu í sínu aðildarríki á sérhæfðum sjóðum utan EES af rekstraraðila innan EES og sérhæfðum sjóðum markaðssettum af rekstraraðila utan EES, á grundvelli NPPR kerfis í umræddu ríki.

Lönd sem ætla að hafa NPPR kerfi verða að láta lágmarksákvæði AIFMD gilda um kerfið. Til viðbótar við kröfur tilskipunarinnar geta aðildarríki gert viðbótarkröfur í landsrétti. Ef sérhæfður sjóður hefur hug á að fá aðgang að Evrópumarkaði í gegnum NPPR kerfi, ætti rekstraraðilinn að þekkja vel og fylgja NPPR reglukerfi aðildarríkisins. Með hliðsjón af því víðtæka svigrúmi sem ríki hafa til að setja viðbótarreglur eða kröfur í NPPR kerfum og hversu ólíkar reglurnar eru í hverju aðildarríki, er innan Evrópu mælt með að rekstraraðilar leiti lögfræðiráðgjafar áður en haft er samband við fjárfesta.

Fjármálaeftirlitið tók til skoðunar hvort halda ætti núverandi NPPR kerfi samkvæmt sjóðalöggjöfni inn í nýrri heildarlöggjöf um rekstraraðila sérhæfðra sjóða. Að mati FME er ekki forsenda til þess að halda kerfinu þar til ákveðið hefur verið að innleiða samræmdar reglur og eftirlit innan Evrópusambandsins, sbr. ákvæði AIFMD tilskipunarinnar þar um. Í því tilliti var lagt mat á hvort það myndi hafa áhrif á viðskiptalega hagsmuni íslenskra fjárfesta sem þegar hafa fjárfest (ef einhverjir eru) í þeim bandarísku sjóðum sem hafa tilkynnt markaðssetningu hér á landi. Áhrifin eru lítil sem engin enda þeir fjárfestar þá þegar komnir með stöðu í sjóðnum sem tryggir rétt þeirra til innlausnar, útgreiðslu og allra upplýsinga sem sjóðnum ber að miðla til þeirra, alveg óháð því hvort að sjóðurinn hafi áframhaldandi heimild til markaðssetningar á Íslandi eður ei. Afnáam kerfisins hefði aðeins áhrif á áframhaldandi sölu rekstraraðila sérhæfðs sjóðs á hlutum eða hlutdeildarskírteinum hérlendis.

Þá eru íslenskir lífeyrissjóðir með engar eignir í stýringu þeirra sjóða sem markaðssettir eru hér á landi á grundvelli kerfisins miðað við lok árs 2014. Umfang viðskiptalegra hagsmuna í dag er því ekki þess eðlis að áhrif þyrfti að hafa á ákvörðun um afnáam kerfisins.

Í þessu sambandi skiptir máli að öflug tilboðsgjöf fellur ekki undir skilgreiningu á markaðssetningu. Fjárfestum er því heimilt að óska sjálfir eftir kaupum í sjóð yfir landamæri án þess að sjóður sé markaðssettur í hans heimaríki. Áhugasamir fjárfestar geta því alltaf sett sig í

samband við rekstraraðila sjóðs hvar sem er í heiminum og átt við þá viðskipti án aðkomu eftirlitsstjórnvalda og á eigin ábyrgð.

12.6 Tillaga nefndarinnar

Nefndin leggur til að tekið verði upp samræmt evrópskt verklag á grundvelli Evrópupassans í tilskipuninni í tengslum við NPPR kerfið og núverandi kerfi því afnumið. Óskað er umsagnar um þessa tillögu nefndarinnar líkt og um aðrar tillögur.

Árið 2018 kemur í ljós hvort þau ákvæði sem taka til samevrópsks NPPR kerfis virkjast eður ei. Nefndin taldi hins vegar að ef halda eigi núverandi kerfi þyrfti að skrifa sérstakt ákvæði í lögum þar sem m.a. yrði gerð krafa um gagnkvæma viðurkenningu á markaðssetningu sérhæfðra sjóða í þriðju ríkjum. Afnáam kerfisins hefur hins vegar þau áhrif að þeir bandarísku rekstraraðilar sem hafa tilkynnt um markaðssetningu sjóða hér á landi myndu missa rétt til markaðssetningar en líkt og rakið er að ofanverðu er ekki talið að það myndi hafa veruleg áhrif á viðskiptalega hagsmuni íslenskra fjárfesta.

Tillaga nefndarinnar er því að þegar lögum hafa tekið gildi verði aðeins tekið við tilkynningum um markaðssetningu sjóða hér á landi á grundvelli Evrópupassans þangað til að ákvæði í AIFMD tilskipuninni verða virkjuð.

12.7 Skýringarmynd - markaðssetning skv. AIFMD og NPPR

Tilkynning	Ákvæði	PASSPORT KERFIÐ			NPPR KERFIÐ		
		Gildissvið AIF	Markaðssetning	Tímasetning	Gildissvið AIFMD	Markaðssetning	Tímasetning
EU AIFM starfrækir EU AIF (hvort sem hann er markaðssettur í EU eða ekki)	31-33	Allt, hvort sem EU AIF eru markaðssettir til fjárfesta innan eða utan	EU AIFM mega markaðssetja EU AIF með passporti eingöngu til fjárfesta innan EU	Frá júlí 2013	N/A - eingöngu með passporti	N/A - eingöngu með passporti	N/A - eingöngu með passporti
EU AIFM starfrækir non-EU AIF sem er ekki markaðssettur í EU	34	EU AIFMinn þarf að uppfylla allar kröfur í AIFMD nema ákvæði um vörsluáðila og skýrsluskil. Svo verður að vera MOU milli eftirlitanna.	N/A - enda ekki markaðssettur í EU. Passport er ekki í boði fyrir markaðssetningu til fjárfesta utan EU.	Frá júlí 2013	N/A - AIFMD gildir ekki heldur lög þriðja ríkis	Möguleikar til markaðssetningar til non-EU fjárfesta fara eftir lögum í þriðja ríki.	Frá júlí 2013
EU AIFM starfrækir non-EU AIF sem er markaðssettur í EU	35-36	Allt	Eftirtalin skilyrði þurfa að vera uppfyllt: 1. MOU, 2. 3ja ríki ekki á lista FATF og 3. OECD skattasamningar til staðar milli 3ja ríkis, heimaríkis AIFMsins og hvers og eins ríkis sem non-EU AIF er markaðssettur í	Kannski frá 2015	Allt gildissvið nema hlýtni við reglur um vörsluáðila ekki nauðsyn - þarf bara að vera hæfur, sjálfstæður aðili sem sinnir skyldum vörsluáðila	Eftirtalin skilyrði þurfa að vera uppfyllt: 1. MOU 2. 3ja ríki ekki á lista FATF. Svo mega aðildarríki setja AIFMum strangari reglur vegna markaðssetningar non-EU AIFs til fjárfesta í þeirra ríki	Frá júlí 2013 og þar til ef passport verður útvíkkað
Non-EU AIFM starfrækir EU AIF (hvort sem hann er markaðssettur í EU eða ekki)	37, 39 og 42	AIFMinn þarf að uppfylla allar kröfur AIFMD og vera með lögaðila (legal representative) í tilgreindu aðildarríki (MSoFR)	Starfsleyfi og passport ef eftirtalin skilyrði eru uppfyllt: 1. Lögaðili ásamt AIFMinn kannar hlýtni við lög til þess að hægt sé að starfrækja og markaðssetja innan EU. 2. MOU milli aðildarríkis EU AIF, MSoFR og 3ja ríkis þar sem non-EU AIFMinn er með staðfestu. 3. 3ja ríki er ekki á lista FATF. 4. OECD skattasamningar milli MSoFR og 3ja ríkis þar sem non-EU AIFMinn er með staðfestu. 5. Starfsleyfi og tilkynningar eins og fyrir EU AIFM þegar búið er að finna MSoFR. 6. Engar innlendar hömlur leyfilegar í 3ja ríki þar sem non-EU AIFM er með staðfestu á möguleika eftirlitsstjórnvalds til eftirlits eða hömlur á eftirliti stjórnvalds í 3ja ríki.	Ef ekki markaðssett innan EU gilda kröfur AIFMD ekki fyrir en 2015. Dangað til gilda reglur hvers landsréttar um starfsleyfi. Eftir 2015 gæti komið passport. Eftir það gilda kröfur AIFMD að fullu. Non-EU AIFMinn þyrfti að fá starfsleyfi, vera með lögaðila í MSoFR, sá lögaðili þyrfti að framkvæma hlýtni kröfur vegna reksturs sjóða innan EU. Einnig MOU,	Dangað til 2015 þarf non-EU AIFM að uppfylla kröfur um ársreikning, upplýsingagjöf og skýrsluskil fyrir hvern AIF og ef við á, kröfur varðandi non-EU AIFM sem starfrækir AIF sem á verulegan hlut í félögum innan EU. Þyrfti svo að uppfylla alla tilskipunina frá 2015 (starfsleyfi, lögaðili í MSoFR)	Eftirtalin skilyrði þurfa að vera uppfyllt: 1. MOU milli eftirlitanna í MS þar sem AIF er markaðssettur og 3ja ríkis þar sem non-EU AIFM er með staðfestu. Eftir 2015 þarf einnig MOU milli eftirlita non-EU AIFM og MSoFR 2. 3ja ríki ekki á lista FATF. 3. Eftir 2015 þarf að vera tvísköttunarsamningur milli 3ja ríkis þar sem non-EU AIFM er með staðfestu og þess MSoFR og 1, 5 og 6 liður undir Passport kerfið gilda einnig. Svo mega aðildarríki setja AIFMum strangari reglur vegna markaðssetningar non-EU AIFs til fjárfesta í þeirra ríki	Ef engin markaðssetning g innan EU gilda kröfur tilskipunarinnar ekki fyrir en passport er útvíkkað eftir 2015. Þar til gildir landsréttur. NPPR kerfin eru leið að fjárfestum í Evrópu þar til ef passport verður útvíkkað. NPPR hættir ef það gerist.
Non-EU AIFM starfrækir Non-EU AIF sem er markaðssettur í EU	37, 40 og 42	AIFMinn þarf að uppfylla allar kröfur AIFMD og vera með lögaðila (legal representative) í tilgreindu aðildarríki (MSoFR)	Starfsleyfi og passport ef eftirtalin skilyrði eru uppfyllt: 1. Lögaðili ásamt AIFMinn kannar hlýtni við lög til þess að hægt sé að markaðssetja innan EU. 2. MOU milli eftirlits AIFM í MSoFR og eftirlitum í 3ja ríki þar sem Non-EU AIFMinn og Non-EU AIFinn eru með staðfestu. 3. 3ju ríki þar sem AIFM og AIF eru með staðfestu eru ekki á lista FATF. 4. OECD skattasamningar milli MSoFR og 3ju ríkja sbr. framangreint. Verða að vera OECD tvísköttunarsamningar milli 3ja ríkis þar sem AIF er með staðfestu og í hverju EU aðildarríki þar sem hann er markaðssettur. 6. Starfsleyfi og tilkynningar eins og fyrir EU AIFM þegar búið er að finna MSoFR. 7. Engar innlendar hömlur leyfilegar í 3ja ríki þar sem non-EU AIFM er með staðfestu á möguleika eftirlitsstjórnvalds til eftirlits eða hömlur á eftirliti stjórnvalds í 3ja ríki.	Passport til starfrækslu og markaðssetningar er mögulegt eftir 2015.	Non-EU AIFM þarf að uppfylla kröfur um ársreikning, upplýsingagjöf og skýrsluskil fyrir hvern AIF og ef við á, kröfur varðandi non-EU AIFM sem starfrækir AIF sem á verulegan hlut í félögum innan EU.	Eftirtalin skilyrði þurfa að vera uppfyllt: 1. MOU milli eftirlitanna í MS þar sem non-EU AIF er markaðssettur og 3ju ríkja þar sem non-EU AIFM og Non-EU AIF eru með staðfestu. 2. 3ju ríki þar sem non-EU AIF og non-EU AIFM eru með staðfestu mega ekki vera á lista FATF. Svo mega aðildarríki setja AIFMum strangari reglur vegna markaðssetningar non-EU AIFs til fjárfesta í þeirra ríki	NPPR kerfið gildir þar til passport er útvíkkað eftir 2015, ef það gerist.

13 Markaðssetning sérhæfðra sjóða til almennra fjárfesta á Íslandi

13.1 Gildandi réttur

Í dag er ekki heimilt að markaðssetja fagfjárfestasjóði til almennra fjárfesta sbr. 62. gr. laga nr. 128/2011. Hins vegar er heimilt að markaðssetja fjárfestingarsjóði til almennings, sem teljast sérhæfðir sjóðir.

Í dag eru til aðilar sem falla undir skilgreiningu AIFMD tilskipunarinnar á sérhæfðum sjóði en eru ekki eftirlitsskyldir samkvæmt gildandi lögum nr. 128/2011. Þeir aðilar munu hins vegar falla undir löggjöf um rekstraraðila sérhæfðra sjóða. Fræðilega gætu þeir aðilar sem eru ekki undir eftirliti í dag og þ.a.l. tilkynna starfsemi sjóðsins ekki til FME, markaðssett sína vöru til almennings. Þetta eru í dag ólíkir aðilar, sem bjóða ólíkar vörur, reknir í ólíku rekstrarformi að lögum. Þar sem ekki allir sjóðir hafa verið tilkynntir í samræmi við IV. kafla laga nr. 128/2011, liggja ekki fyrir upplýsingar um umfang slíkrar starfsemi hér á landi, hvorki hjá FME eða Seðlabankanum.

13.2 Almennt

Eitt af stærri álitafnum við innleiðingu tilskipunarinnar varðar hvort halda eigi því óbreyttu að áfram verði aðeins heimilt að selja sérhæfðar fjárfestingar til fagfjárfesta sbr. 62.gr. eða hvort heimila eigi almennum fjárfestum að fjárfesta í vissri tegund af sérhæfðum sjóðum, og ef svo er hvort gera ætti ríkari kröfur til þeirra sem markaðssetja til almennra fjárfesta. Tilskipunin samræmir eingöngu reglur hvað varðar markaðssetningu til fagfjárfesta yfir landamæri en rammi tilskipunarinnar nær ekki til markaðssetningar til almennings. Það er í höndum hvers aðildarríkis að ákveða hvort markaðssetning sérhæfðs sjóðs til almennings er heimiluð í þeirra ríki skv. 43. gr. tilskipunarinnar.

Nokkur ríki innan Evrópska efnahagssvæðisins leyfa markaðssetningu sérhæfðra sjóða til almennra fjárfesta, en útfærslur eru ólíkar meðal einstakra ríkja. Ef opnað er fyrir markaðssetningu leiðir af almennum reglum EES-réttar að ekki má mismuna sérhæfðum sjóðum innan EES sem hafa heimild til markaðssetningar til almennra fjárfesta í sínu heimaríki. Þegar aðildarríki heimila markaðssetningu til almennings geta þau gert ríkari kröfur til starfseminnar, hvort sem er kröfur á rekstraraðilann sem og sérstakar skyldur á sjóðina. Ríkari kröfur til reksturs sjóðanna gætu verið t.d. tilgreindar fjárfestingarheimildir, að um sé að ræða opna sjóði, kröfur um ákveðna áhættudreifingu, takmarkanir á vögun og lánveitingu/töku o.fl. Kröfurnar þurfa að gilda jafnt um innlenda sem erlenda sjóði þannig að ekki sé um mismun eða hindranir að ræða byggðar á staðsetningu í löggjöfinni.

13.3 Fjárfestingarsjóðir markaðssettir til almennings

Sérhæfðir sjóðir eru skilgreindir í frumvarpinu sem yfirheiti yfir fjárfestingarsjóði og fagfjárfestasjóði, þ.e. allir aðrir sjóðir en verðbréfasjóðir (UCITS). Íslenskir fjárfestingarsjóðir eru skv. framangreindu sérhæfðir sjóðir sem hafa heimild til að markaðssetja sig til almennings á grundvelli sjóðalaga, en um þá gilda ítarlegar kröfur um skipulag og starfsemi ásamt töluverðum takmörkunum á heimildum til fjárfestinga með hliðsjón af eignaflokkum og áhættudreifingu samkvæmt lögum nr. 128/2011 sem áfram munu gilda um þá.

Nefndin tók til skoðunar hvaða áhrif það hefði að íslenskum fjárfestingarsjóðum væri heimilt að markaðssetja sig til almennings á Íslandi og hvort það þýddi að sambærilegum evrópskum sérhæfðum sjóðum yrði jafnframt að vera heimilt að markaðssetja sig til almennings hérlendis, á grundvelli meginreglunnar um gagnkvæma viðurkenningu. Ljóst er að með tilkomu laganna mun bann við markaðssetningu innlendra fjárfestingarsjóða yfir landamæri verða afnumið.

Eftir niðurstöðu í dómi Evrópudómstólsins í Cassis de Dijon hefur verið byggt á gagnkvæmri viðurkenningu og lágmarkssamræmingu í landslögum aðildarríkja, sérstaklega hvað varðar reglur um veitingu starfsleyfis eða Evrópupassa. Í Evrópupassanum felst meginreglan um eftirlit

heimaríkisins sem lýtur að því að eftirlitsstofnun í heimaríki ber að hafa eftirlit með starfsemi þess.²⁸

Til þess að geta markaðssett sérhæfða sjóði til fagfjárfesta í öðrum aðildarríkjum er nægilegt að vera rekstraraðili með starfsleyfi en ætli rekstraraðili að markaðssetja sérhæfða sjóði til almennings í öðru ríki verður það ekki gert á grundvelli Evrópupassa AIFMD. Með hliðsjón af framangreindu er ljóst að þar sem markaðssetning sérhæfðra sjóða til almennings yfir landamæri grundvallast ekki á Evrópupassa AIFMD, mun eftirlit í heimaríki ekki hafa eftirlit með athöfnum rekstraraðilans á Íslandi sem tengjast markaðssetningu til almennings. Eftirlit á Íslandi með rekstraraðilum sem markaðssetja evrópska sérhæfða sjóði í formi fjárfestingarsjóða til íslensks almennings þarf því að vera með sama hætti og með íslenskum fjárfestingarsjóðum nema eftirlit í heimaríki sé viðbúið að staðfesta að rekstraraðilinn og sjóðurinn lúti eftirliti lögbærs yfirvalds í heimaríki vegna starfseminnar hérlendis og íslenskir sambærilegir sjóðir hafi sömu heimild til markaðssetningar í viðkomandi ríki.

Með hliðsjón af framangreindu mun við markaðssetningu erlendra sérhæfðra sjóða til almennings þurfa að setja ítarlegri reglur og skilyrði en uppfylla þarf þegar markaðssett er til fagfjárfesta á grundvelli Evrópupassa tilskipunarinnar, en skilyrði geta verið sett í landsrétti bæði um starfsemi sjóðsins og rekstraraðilans þegar um markaðssetningu til almennings er að ræða.

Þar sem íslenskum fjárfestingarsjóðum er heimilt að markaðssetja sig til almennings á Íslandi skv. sjóðalögum þurfa evrópskir sérhæfðir sjóðir í formi fjárfestingarsjóða að geta markaðssett sig til almennings á Íslandi á grundvelli sömu skilyrða. Forsenda fyrir markaðssetningu til almennings er annað hvort staðfesting skv. sjóðalögum eða yfirlýsing frá lögbæru yfirvaldi í heimaríki að rekstraraðili sjóðsins og sjóðurinn hafi starfsleyfi og staðfestingu í samræmi við löggjöf heimaríkisins og lúti eftirliti þess, vegna athafna þess hérlendis, og að heimaríkið sé reiðubúið að veita sambærilegum íslenskum sjóðum heimild til markaðssetningar í viðkomandi ríki.

13.3.1 Tillaga nefndarinnar

Nefndin gerir þá tillögu að fest verði í lög að erlendir sjóður sem hyggst markaðssetja sig til almennings hér á landi þurfi að hlúta jafngildu/sambærilegu regluverki og innlendir fjárfestingarsjóðir og hafa jafnframt heimild í sínu heimaríki til að markaðssetja sig til almennra fjárfesta.

13.4 Markaðssetning annarra sjóða en fjárfestingarsjóða til almennra fjárfesta

Sjóðir geta verið aðlaðandi fjárfestingarkostur fyrir fjárfesta þar sem þeir eru reknir af fagmönnum sem hafa þekkingu og reynslu af fjármálamarkaðnum og geta því valdið fjármálaafurðir sem almennir fjárfestar hafa mögulega ekki þekkingu á eða aðgang að. Almennir fjárfestar geta auk þess hagnast vegna stærðarhagkvæmni þ.e. viðskiptakostnaður vegna kaupa og sölu á fjármálaafurðum deilist á alla eigendur sjóðsins og ber því hver og einn fjárfestir minni kostnað en ef hann hefði staðið í slíkum viðskiptum sjálfur. Í einhverjum tilvikum er eignasafn sjóða jafnframt dreift og fjárfesting í sjóðum því komið í veg fyrir að fjárfestir hafi of einsleitt eða þétt eignasafn, þar sem sjóðir bjóða upp á fjárfestingu í mörgum hlutabréfum eða skuldabréfum í einu. Í ýmsum tilvikum kann upphafs fjárfesting jafnframt að

²⁸ Meginreglan um gagnkvæma viðurkenningu var staðfest í máli Evrópudómstólsins, Cassis de Dijon C-120/78, en samkvæmt reglunni eru taldar löglíkur fyrir því að vöru, sem löglega er markaðssett í einu aðildarríki, sé heimilt að markaðssetja í öðrum aðildarríkjum. Gagnkvæm viðurkenning er þó ekki án undantekninga og er ríkjum heimilt að takmarka fjálfloði ef það er talið réttlæt看legt m.a. vegna almannahagsmuna, s.s. neytendaverndar. Hvers konar hindranir á starfsemi yfir landamæri hafa verið taldar óheimilar nema hægt sé að færa fyrir þeim sérstakar réttlæt看ingarástæður sem uppfylla ákveðin skilyrði. Reglurnar verða að vera settar fram án mismununar, hægt verður að vera að réttlæta setningu reglnanna vegna almannahagsmuna, reglurnar þurfa að uppfylla kröfur meðalhófsreglunnar, að ná þeim markmiðum sem þeim er ætlað en skulu ekki vera strangari en nauðsynlegt er til að ná þeim markmiðum.

vera lág. Því kunna að vera fyrir því rök að heimila almennum fjárfestum, með ríkum takmörkunum þó, að kaupa í sérhæfðum sjóðum m.t.t. þess að bjóða upp á fleiri fjárfestingarkosti, en að sama skapi leggja þá ríkari kröfur á rekstraraðila og/eða sérstakar skyldur á sjóðina til að tryggja viðlíka fjárfestavernd og fyrir verðbréfasjóði.

Ljóst er að ákvörðun um að heimila markaðssetningu sérhæfðra sjóða til almennings er stefnumarkandi breyting á gildandi lagaumhverfi. Slík breyting myndi fjölga fjárfestingarkostum á markaði og þannig leiða til aukinnar samkeppni, en að sama skapi valda auknum kostnaði við framkvæmd eftirlits, en nákvæmt kostnaðarmat liggur ekki fyrir í þeim efnum.

Reglur á sviði verðbréfavíðskipta geta hins vegar takmarkað slíka markaðssetningu og aðilar sem hyggjast markaðssetja fjármálagerninga til almennra fjárfesta þurfa að vera meðvitaðir um þær. Eftir innleiðingu MIFID II munu t.d. fleiri fjármálagerningar teljast til flókinna fjármálagerninga en áður og hlutdeildarskírteini fjárfestingarsjóða munu til að mynda ekki lengur teljast einfaldir gerningar. Það þýðir að áður en af víðskiptum getur orðið þarf viðkomandi fjármálafyrirtæki að meta tilhlýðileika fjárfestingarinnar í fjárfestingarsjóði fyrir almennan fjárfesti. Slíkt mat þyrfti ævinlega að fara fram við sölu skírteina eða hluta í sérhæfðum sjóðum til almennra fjárfesta.

Fjármálaeftirlitið hefur bent á innan nefndarinnar að umrædd framkvæmd myndi kalla á aukna vinnu og ábyrgð fjármálafyrirtækja við mat á tilhlýðileika sem og að FME myndi þurfa að auka eftirlit með tilhlýðileikamati fjármálafyrirtækja við sölu í umrædda sjóði. Að sama skapi þyrfti að auka á heimildir FME til aðgerða eða viðurlaga við brotum á verklagi við flokkun fjárfesta og/eða mati á tilhlýðileika.

Innan nefndarinnar var einnig rætt að heppilegt væri að fjárfestir gæti haldið í fjárfestaverndina sem fylgir því að vera almennur fjárfestir skv. lögum og reglum um verðbréfavíðskipti. Því þyrftu almennir fjárfestar, sem í einhverjum tilvikum gætu viljað fjárfesta í sérhæfðum sjóðum, sem aðeins bjóðast fagfjárfestum, ekki að leitast við að fá verndinni aflétt í einstaka víðskiptum á grundvelli 24. gr. laga um verðbréfavíðskipti.

Ljóst er að í tilfelli þeirra rekstraraðila sem munu verða starfsleyfis skyldir samkvæmt lögnum verður hægara um vik að markaðssetja til almennra fjárfesta en þeirra sem ná ekki fjárhæðarviðmiðum en gætu viljað bjóða hlutdeildarskírteini eða hluti til almennra fjárfesta. Samkvæmt lauslegum útreikningum Fjármálaeftirlitsins falla fimm rekstraraðilar undir starfsleyfis skylduna, og nýr markaður myndi opnast fyrir þá aðila með litlum tilkostnaði ef þeim væri heimilt að markaðssetja sjóði sína til almennings.

Bent er á að sérhæfðir sjóðir teljast að jafnaði áhættusamari fjárfesting en t.d. í verðbréfasjóðum, þar sem fjárfestingarheimildir tryggja allajafna dreifðara eignasafn. Skipulagskröfur þær sem fylgja af löggjöfinni sem og skýrar reglur um innlausn auk viðvarandi upplýsingagjafar til fjárfesta og reglubundin skýrsluskil til eftirlitsins er hins vegar til þess fallin að tryggja fjárfestavernd og auka gagnsæi.

13.5 Önnur lönd

Í sumum ríkjum innan Evrópska efnahagssvæðisins hefur verið opnað fyrir markaðssetningu sérhæfðra sjóða að því tilskildu m.a. að rekstraraðilinn sé með starfsleyfi og falli undir allt gildissvið tilskipunarinnar. Ef markaðsetning milli landamæra til almennra fjárfesta er heimil á grunni laga heima- og gistiríkis rekstraraðilans eiga 31. og 32. gr. tilskipunarinnar að gilda eða strangari kröfur.

Í **Noregi** er heimilt að markaðssetja alla sérhæfða sjóði sem hafa starfsleyfi innan EES til almennings að undanskildum *nasjonalt fond* en í þeim tilvikum er gerð krafa um fulla starfsleyfis skyldu óháð því hvort rekstraraðilinn nái fjárhæðarviðmiðum tilskipunarinnar. Þá er

gerð krafa um ýmsar viðbótarupplýsingar t.d. að lykilupplýsingaskjal fylgi (e. *key investor information document*).

Í **Svíþjóð** er rekstraraðilum heimilt að markaðssetja tiltekna tegund sjóða (s. *specialfonder*) til almennings. Þá er heimilt að markaðssetja aðrar tegundir sjóða til ákveðinna tegunda af almennum fjárfestum. Rekstraraðili þarf að fá sérstakt leyfi frá sænska fjármálaeftirlitinu til að markaðssetja til almennra fjárfesta, hvort sem hann er stofnsettur í Svíþjóð eða öðru ríki innan Evrópska efnahagssvæðisins. Sama gildir um þá sjóði sem teljast sambærilegir og *specialfond* utan EES.²⁹

Í **Danmörku** er meginreglan að óheimilt sé að markaðssetja sérhæfða sjóði til almennra fjárfesta. Danska fjármálaeftirlitið getur hins vegar veitt þeim rekstraraðilum sem hafa starfsleyfi á grundvelli dönsku AIFM laganna sérstakt leyfi til að markaðssetja hluti eða hlutdeildarskírteini sérhæfðra sjóða til almennra fjárfesta, að ákveðnum skilyrðum uppfylltum sem m.a. lúta að upplýsingagjöf til fjárfesta og ákveðnum reglum um innlausn.³⁰ Að sama skapi er gerð krafa um að sjóðurinn hafi heimild í sínu heimaríki, ef um EES sjóð er að ræða, til að markaðssetja til almennra fjárfesta.

Í **Lúxemborg** er heimilt að markaðssetja sérhæfða sjóða til almennra fjárfesta, bæði þá sem eru markaðssettir á heimamarkaði og yfir landamæri. Skilyrðin eru m.a. að rekstraraðilinn þarf að vera eftirlitsskyldur í sínu heimaríki, og sambærilegt regluverk þarf að gilda með sambærilegri fjárfestavernd og sérhæfður sjóður sem hefur leyfi til að markaðssetja sig til almennra fjárfesta í Lúxemborg.

Rétt er að taka fram að ýmis evrópuríki heimila ekki markaðssetningu sérhæfðra sjóða í formi fagfjárfestastjóða til almennings. Til að mynda heimilar **Írland** eingöngu fjárfestingarsjóðum að markaðssetja hlutdeildarskírteini til almennings, eins og heimilt er samkvæmt gildandi íslenskum lögum.

13.6 Tillaga nefndarinnar

Í dag er almennum fjárfestum heimilt að fjárfesta í fjárfestingarsjóðum. Nefndin hefur farið yfir kosti þess og galla að heimila markaðssetningu sérhæfðra sjóða til almennra fjárfesta. Kostirnir eru m.a. að nýr fjárfestingarkostur verður til fyrir almenna fjárfesta og samkeppni á sjóðamarkaði gæti aukist. Ókostir eru m.a. að allajafna er um áhættusamari fjárfestingu að ræða en leiðir af sjóðum með skýrari fjárfestingarheimildir og eftirlit mun aukast af hálfu FME.

Þá liggur ekki nákvæmlega fyrir hvaða áhrif MIFID II mun hafa á sölu flókinna fjármálagerna til fjárfesta en ljóst er að auknar skyldur eru lagðar á aðila sem veita fjárfestingarþjónustu. Fjármálafyrirtæki ber að veita viðskiptavini upplýsingar um innbyggðan kostnað í þeirri vöru sem honum er boðin auk þess sem ríkari skyldur verða lagðar á þjónustuveitandann við mat á því hvort og hvernig viðkomandi vara hentar viðskiptavini. Þannig kunna að verða til sterkari hvatar til að bjóða viðskiptavini vöru sem ber lægri kostnað, jafnvel þó að hún kunni að teljast flóknari en önnur staðkvæmdarvara.

Það er mat nefndarinnar að rétt sé að óska eftir umsögnum á að opna fyrir markaðssetningu sérhæfðra sjóða til almennings með víðtækari hætti en samkvæmt gildandi rétti. Slík markaðssetning yrði hins vegar aðeins heimil að rekstraraðilinn yrði starfsleyfisskyldur samkvæmt löggjöfinni óháð því hvort hann næði fjárhæðarviðmiðum og að tilteknum viðbótarkröfum uppfylltum, m.a. að lykilupplýsingaskjal væri til staðar. Komi til þess að opna fyrir markaðssetninguna liggur það fyrir að það yrði viðbótarumsókn um slíkt leyfi líkt og í

²⁹ http://www.fi.se/upload/90_English/30_Regulations/1_Regulatory%20code/2013/fs1310_eng.pdf

³⁰ http://www.finanstilsynet.dk/~media/Regler-og-praksis/2014/Translated-acts/Act_598_2013.ashx

Danmörku og Svíþjóð, samkvæmt reglum sem settar yrðu á grundvelli laganna, sem FME þyrfti að leggja mat á hverju sinni.

Nefndin ræddi einnig hvort rétt væri að bíða eftir að innleiða MIFID II og endurskoða á þeim tímavarki hvort opna ætti fyrir markaðssetningu rekstraraðila sérhæfðra sjóða til almennra fjárfesta, með viðtækari hætti en hér er lagt til.

14 Eftirlit og viðurlög

14.1 Hlutverk Fjármálaeftirlitsins

Fjármálaeftirlitið mun hafa eftirlit með starfsemi rekstraraðila sérhæfðra sjóða, vörsluaðila, og endurskoðenda ef við á, og að hún sé í samræmi við lög og önnur stjórnvaldsfyrirmæli settum á grundvelli þeirra sbr. 1. mgr. 44. gr. Sérstakur kafla þess efnis verður settur inn í lögin, að fyrirmynd annarra kafla á sviði fjármálamarkaða og verðbréfavíðskipta.

Meginreglan er sú að á Fjármálaeftirlitinu hvílir eftirlitsskylda vegna þeirra rekstraraðila sem eru stofnsettir hér á landi og vegna þeirra sérhæfðu sjóða sem markaðssettir eru hér á landi. Þar sem starfsemi rekstraraðila sérhæfðra sjóða er að miklu leyti starfsemi milli landamæra, einkum vegna markaðssetningar, geta komið upp vandkvæði um ábyrgð eftirlitsaðila. Vegna þessa eru útlustuð í 45. gr. tilskipunarinnar ákveðin skil á milli hvaða eftirlitsaðili er ábyrgur hverju sinni, með hliðsjón af heima- og gistiríki þess rekstraraðila sem í hlut á, og svæði markaðssetningar. Í norsku löggjöfinni er að finna sérstök ákvæði þess efnis til að marka hvaða eftirlitsstjórnvald í hvaða ríki Evrópska efnahagssvæðisins er hverju sinni hinn ábyrgi eftirlitsaðili. Nefndin hefur ekki tekið afstöðu til þess að svo komnu hvort þörf er á slíkum kafla, eða hvort að ákvæði þess efnis verði undir almennum eftirlitskafla.

Tilskipunin áskilur í 46. gr. að hinn ábyrgi eftirlitsaðili (hér á landi FME) hafi eftirfarandi rannsóknarheimildir:

- ✓ fá aðgang að hvers konar gögnum í hvaða formi sem er og fá afrit af þeim,
- ✓ krefjast upplýsinga frá hverjum þeim aðila sem tengist starfsemi rekstraraðila sérhæfðra sjóðsins og, ef nauðsyn krefur, kveðja aðila á fund og leggja fyrir hann í því skyni að afla upplýsinga,
- ✓ framkvæma vettvangsskoðun, með fyrirframtilkynningum eða án þeirra,
- ✓ krefjast gagna sem til eru um símtöl og gagnaskipti,
- ✓ krefjast þess að bundinn sé endir á hvers konar starfsvenjur sem brjóta í bága við settar reglugerðir á grundvelli laganna,
- ✓ óska eftir frystingu eða upptöku eigna,
- ✓ óska eftir tímabundnu banni við atvinnustarfsemi,
- ✓ krefjast þess að rekstraraðili sérhæfðs sjóðs með starfsleyfi, vörsluaðilar eða endurskoðendur láti upplýsingar í té,
- ✓ samþykkja hvers konar ráðstafanir til að tryggja að rekstraraðilar sérhæfðs sjóðs eða vörsluaðilar uppfylli áfram kröfur löggjafarinnar sem gilda um þá,
- ✓ krefjast frestunar á útgáfu, endurkaupum eða innlausn hlutdeildarskírteina til þess að gæta hagsmuna eigenda hlutdeildarskírteina eða almennings,
- ✓ afturkalla leyfið sem rekstraraðila sérhæfðs sjóðs eða vörsluaðila var veitt,
- ✓ vísa málum til saksóknar,
- ✓ krefjast þess að endurskoðendur eða sérfræðingar framkvæmi sannprófanir eða rannsóknir.

Að mati nefndarinnar er 9. gr. laga um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi nr. 87/1998 fullnægjandi lagastoð fyrir téð ákvæði tilskipunarinnar. Verður það tekið til nánari skoðunar við gerð frumvarpsins.

Víðtæk upplýsingaskylda er lögð á eftirlitsstjórnvöld um gagnkvæm upplýsingaskipti með það að markmiði að vakta hugsanleg áhrif einstakra rekstraraðila sérhæfðra sjóða, á fjármálastöðugleika og stöðugleika kerfislægra mikilvægra fjármálastofnana og eðlilega starfsemi þeirra markaða sem rekstraraðilar sérhæfðra sjóða starfa á. Loks er gert ráð fyrir víðtæku samráði á milli útnefndra eftirlitsstjórnvalda á Evrópska efnahagssvæðinu m.a. í tengslum við eftirlitsstörf svo sem rannsóknir einstakra mála. Skulu eftirlitsstjórnvöld aðstoða hvert annað milli landa, að ósk annars þess, við framkvæmd rannsókna svo sem sannprófun á staðnum og upplýsingaskipti. Skoða þarf sérstaklega hvort að 14. gr. laga nr. 87/1998 sé fullnægjandi í þessu tilliti.

14.2 Hlutverk Eftirlitsstofnunar EFTA

Í tilskipuninni er gert ráð fyrir að Evrópska verðbréfamarkaðseftirlitið (ESMA) hafi tiltekna valdheimildir og geti gripið til úrræða við brotum á efnisreglum tilskipunarinnar þ.e. í formi tilmæla, formlegra álita og til þrautavara að taka bindandi ákvarðanir gagnvart einstaka leikendum á fjármálamarkaði. Þá gefur ESMA út viðmiðunar- og leiðbeiningarreglur (e. *guidelines*) og gegnir hlutverki við sáttamiðlun sé ágreiningur til staðar á milli tveggja eftirlitsstjórnvalda á Evrópska efnahagssvæðinu. Þann 14. október 2014 var samþykkt sameiginleg yfirlýsing um meginviðmið við innleiðingu reglugerða um evrópskar eftirlitsstofnanir á fjármálamarkaði í EES samninginn. Niðurstaðan byggir í meginráttum á tveggja stöða kerfi EES-samningsins og verða allar bindandi ákvarðanir gagnvart íslenskum eftirlitsstjórnvöldum og einstaka leikendum á fjármálamarkaði í íslenskri lögsögu teknar af Eftirlitsstofnun EFTA (ESA).

Endanleg útfærsla í aðlögunartexta við stofnreglugerð ESMA nr. 1095/2010 liggur ekki fyrir og því ekki komin heildarmynd á lausnina. Ljóst er hins vegar að ESA mun taka íþyngjandi bindandi ákvarðanir sem rætt er um í 4. lið 47. gr. tilskipunarinnar en ESMA mun hafa heimild til að gefa út viðmiðunar- og leiðbeiningarreglur um framkvæmd eftirlits sem eftirlitsstjórnvöldum hér á landi ber að fylgja og með því gegna samræmingarhlutverki við eftirlit í samræmi við markmið um einsleitni á innri markaðnum þ.e. FME ber að fylgja við framkvæmd eftirlits á grunni efnisreglna innleiðingarlöggjafar AIFMD hér á landi. Kaffli laganna um eftirlit mun því fylgja þeirri lausn sem unnið er að og liggur fyrir von bráðar.

14.3 Viðurlög

Viðurlagakerfi laganna verður tvíþætt líkt og viðurlagakerfi annarra sérlaga á fjármálamarkaði. Annars vegar verður Fjármálaeftirlitinu veitt heimild til að leggja á stjórnvaldssektir gegn tilteknum ákvæðum laganna og hins vegar verða refsikennd viðurlög þ.e. brot gegn tilteknum efnisreglum mun fela í sér sekt eða refsingu. Þá hefur Fjármálaeftirlitið almennar heimildir samkvæmt lögum um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi sbr. lög nr. 87/1998.

Á yfirstandandi löggjafarþingi var lagt fram frumvarp til laga sem breytir og samræmir lagaákvæði er lúta að viðurlögum nokkurra lagabálka á sviði fjármálamarkaða.³¹ Ákvæði þess frumvarps verður notað sem fyrirmynd við mótun viðurlagakaflans.

³¹ Þingskj. 1077. 622. mál. Frumvarp til laga um breytingar á lagaákvæðum um viðurlög við brotum á fjármálamarkaði sbr. : <http://althingi.is/thingstorf/thingmalalistar-efir-thingum/ferill/?ltg=144&mmr=622>

15 Mat á áhrifum

15.1 Kostnaðarmat

Frumvarp til nýrra laga um rekstraraðila sérhæfðra sjóða byggir á AIMFD tilskipuninni. Með löggjöfinni verða samræmdar ákveðnar rekstrar- og skipulagskröfur rekstraraðila sem fara með starfrækslu sérhæfðra sjóða á Evrópska efnahagssvæðinu. Rekstraraðilar með heildareignir sjóða í stýringu yfir fjárhæðarviðmiðum munu verða skyldugir til að sækja um starfsleyfi til starfrækslu sérhæfðra sjóða. Um er að ræða fimm rekstraraðila en ætla má að kostnaður fylgi því að sækja starfsleyfi, sem og að uppfylla kröfur löggjafarinnar um viðvarandi upplýsingagjöf og reglubundin skýrsluskil. Á móti kemur að þeir sem fara yfir fjárhæðarviðmið og undir fullt gildissvið tilskipunarinnar fá Evrópupassa. Þeir geta þ.a.l. markaðssett sjóði sína á Evrópska efnahagssvæðinu að undangenginni tilkynningu til eftirlitsaðila í viðkomandi ríki. Það hefur tækifæri í för með sér sem og mögulegan ávinning fyrir viðkomandi rekstraraðila enda stækkar kaupendamarkaðurinn við að geta selt afurðir á innri markaði Evrópu.

Smærri rekstraraðilar, munu jafnframt þurfa að uppfylla lágmarkskröfur, sem eru umfangsmeiri en kröfur samkvæmt gildandi rétti t.d. að samræmt verklag gildi um verðmat eigna. Upplýsingagjöf til Fjármálaeftirlitsins verður þó sambærileg og gildandi réttur mælir fyrir um.

Samfara auknum kröfum á rekstraraðila munu auknar skyldur hvíla á eftirlitsaðila, Fjármálaeftirlitinu, með nýrri heildarlöggjöf. Eftirlitskostnaður eykst, einkum með umsókn um starfsleyfi. Kostnaðarmat hefur ekki farið fram en verður framkvæmt fyrir framlagningu frumvarpsins.

15.2 Aðrar lagabreytingar

Með frumvarpinu verða lagðar til breytingar á lögum nr. 128/2011 um verðbréfasjóði, fjárfestingarsjóði og fagfjárfestasjóði. Kafli IV er lýtur að fagfjárfestingarsjóðum verður felldur út. Farið verður yfir samspil þeirra laga við ný lög um rekstraraðila sérhæfðra sjóða og gerðar breytingar ef þörf er á, til að ekki sé ósamræmi innbyrðis. Einkum verða skoðaðar breytingar er lúta að fjárfestingarsjóðunum, þó ekki hvað varðar fjárfestingarheimildir.

Þá þarf að skoða lög um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002 í samræmi við fyrirhugaðar lagabreytingar.