



**FINANSTILSYNET**

THE FINANCIAL SUPERVISORY  
AUTHORITY OF NORWAY

Rundskriv

# Definisjonen av alternative investeringsfond og prosjektfinansieringsselskaper

**RUNDSKRIV:**

9/2019

**DATO:**

04.06.2019

**RUNDSKRIVET GJELDER FOR:**

Forvaltere av alternative investeringsfond  
Verdipapirforetak

**FINANSTILSYNET**

Postboks 1187 Sentrum

0107 Oslo

# 1 Innledning

Lov om forvaltning av alternative investeringsfond av 20. juni 2014 nr. 28 (AIF-loven) regulerer forvaltning og markedsføring av alternative investeringsfond. Hva som skal regnes som et alternativt investeringsfond, er definert i § 1-2 bokstav a).

For at AIF-loven skal virke etter sin hensikt og investorene skal få den beskyttelsen som er forutsatt, må det foretas en riktig klassifisering av investeringsstrukturen. Dersom det gjelder et alternativt investeringsfond, må det utpekes en forvalter for fondet. Forvalteren vil etter AIF-loven være forpliktet til å påse at investorenes og fondenes interesser er ivaretatt gjennom hele fondets levetid, også i etableringsfasen.

Dette rundskrivet utdyper hva som regnes som et alternativt investeringsfond og hva Finanstilsynet vil legge til grunn i sin tilsynspraksis. Rundskrivet er særlig rettet inn mot klassifiseringen av såkalte prosjektfinansierings- / single asset-selskaper, syndikater og lignende strukturer (heretter omtalt som "prosjektfinansieringsselskaper"). Vurderingskriteriene er samtidig generelle, og rundskrivet vil derfor ha overføringsverdi til andre investeringsstrukturer, som eksempelvis folkefinansiering.

## 2 Prosjektfinansieringsselskaper

Prosjektfinansieringsselskaper kan opprettes for alle typer investeringsobjekter, men er særlig utbredt innen shipping og næringseiendom. Etableringen skjer gjerne ved at en tilrettelegger, som regel et verdipapirforetak, indentifiserer et større objekt, eksempelvis et skip eller en næringseiendom, som det vil tilby investorer å investere i gjennom oppkjøp. Tilrettelegger fremforhandler en kjøpekontrakt med eier av objektet, og gjennomføring av ervervet er normalt betinget av at tilrettelegger får sikret finansiering. Finansieringen etableres ved innhenting av egenkapital fra investorer og ved lånefinansiering. Markedsføringen skjer ofte under unntak fra prospektpliktreglene av verdipapirforetak og ved hjelp av et informasjonsmemorandum eller et såkalt term sheet. Når et tilstrekkelig antall investorer har tegnet seg, kan kjøpet gjennomføres, og tilrettelegger kan trekke seg ut av selskapet. Selskapet overlates deretter helt eller delvis til investorene, men sentrale funksjoner knyttet til eksempelvis drift og regnskap er gjerne utkontraktert til tjenesteytere som er tilknyttet tilrettelegger.

Verdipapirhandeloven stiller strenge krav til blant annet håndtering av interessekonflikter, kostnadsopplysning, god forretningsskikk m.m. I mange tilfeller synes likevel ivaretagelsen av investorenes interesser å ha vært lite fremtredende ved fastsettelsen av betingelsene som skal gjelde for prosjektselskapet og investorene. Dette gjelder særlig der prosjektene ikke er initiert av investorene og rettes inn mot kunder med begrenset kunnskap til å foreta en selvstendig vurdering av prosjektet. Fremforhandlingen av så vel kjøpesum for investeringsobjektet som etableringen av avtaler for utkontrakterte tjenester utføres av parter som trekker seg ut etter at investorfellesskapet er etablert, og som generelt ikke bærer risikoen for prosjektets utvikling. Oppstartskostnadene, som utgjør en del av tegningsbeløpet, synes ofte uforholdsmessig høye og reduserer avkastningspotensialet betydelig. Finanstilsynets erfaring er også at det er lite gjennomsiktighet om forhandlinger, verdsettinger og

utkontraktering i tegningsmaterialet som presenteres for investorene. For alternative investeringsfond vil forvalters ansvar overfor fond og investorer gjelde i hele prosjektets levetid, og markedsføring av prosjektet til ikke-profesjonelle investorer vil kreve særskilt tillatelse fra Finanstilsynet.

Det er Finanstilsynets vurdering at prosjektfinansieringsselskaper ofte må anses som alternative investeringsfond etter AIF-loven. Prosjektfinansieringsselskaper vil normalt forvalte midler kollektivt på vegne av flere investorer, ha en definert strategi som gir forventning om aggregert avkastning, og de er som regel strukturer som har en rekke investorer uten forutsetninger for å involvere seg aktivt i den daglige driften.

Verdipapirforetak og andre som planlegger å etablere et prosjektfinansieringsselskap eller en annen type kollektiv investeringsstruktur må vurdere om det dreier seg om et alternativt investeringsfond. Verdipapirforetak må ta stilling til klassifiseringen senest i forbindelse med produktgodkjennelsesprosessen etter verdipapirhandelloven. Verdipapirforetak som er distributører må foreta en selvstendig vurdering av investeringsstrukturen forut for innbydelse til tegning. Det er viktig at det gjøres en nøye vurdering av kjennetegnene til det planlagte prosjektet. Dersom det gjelder et alternativt investeringsfond, kreves det som nevnt at det utpekes en AIF-forvalter for fondet, jf. AIF-loven § 2-1. Se punkt 5 under om AIF-forvalterens ansvar for virksomheten.

### 3 Rettslig utgangspunkt

AIF-loven § 1-2 bokstav a) definerer alternative investeringsfond slik:

*"alternativt investeringsfond: innretning for kollektiv investering som ikke er et UCITS, jf. verdipapirfondloven § 1-2 første ledd nr. 4, og som innhenter kapital fra et antall investorer med sikte på å investere kapitalen i henhold til en definert investeringsstrategi til fordel for investorene"*

Definisjonen av alternativt investeringsfond er vid og er ment å omfatte alle typer fond som ikke er UCITS. Definisjonen inneholder følgende kriterier:

1. *Det foreligger en innretning for kollektiv investering som ikke er et UCITS.*
2. *Det innhentes kapital fra et antall investorer.*
3. *Det tas sikte på å investere kapitalen i henhold til en definert investeringsstrategi til fordel for investorene.*

Den europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndigheten (ESMA) har i "Guidelines to key concepts of the AIFMD"<sup>1</sup> (ESMA/2013/611) gitt noe veiledning om hvordan definisjonen skal forstås. Finanstilsynet legger til grunn at det må foretas en konkret vurdering av om en investeringsstruktur faller inn under lovens definisjon, og at ESMA's retningslinjer vil være retningsgivende.

---

<sup>1</sup> [https://www.esma.europa.eu/system/files\\_force/library/2015/11/2013-611\\_guidelines\\_on\\_key\\_concepts\\_of\\_the\\_aifmd\\_-\\_en.pdf](https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/2015/11/2013-611_guidelines_on_key_concepts_of_the_aifmd_-_en.pdf)

## 4 Definisjonen i AIF-loven § 1-2 bokstav a)

### 4.1 Innretning for kollektiv investering

For at en investeringsstruktur skal anses som et alternativt investeringsfond, må den være en innretning for kollektiv investering som ikke er et UCITS-fond. En kollektiv investering innebærer at midler forvaltes samlet på vegne av flere, i motsetning til i individuell porteføljeforvaltning. Det er uten betydning hvilken organisasjonsform som er benyttet, hvilke verdier det investeres i, om det alternative investeringsfondet er notert eller ikke og om strukturen er åpen eller lukket. Det har heller ikke betydning for vurderingen om det investeres i ett eller flere objekter.

Finanstilsynets oppfatning er at en struktur som det innhentes kapital til fra investorer med det formål å investere kapitalen kollektivt og generere avkastning for disse investorene, som hovedregel vil være å anse som en innretning for kollektiv investering, og dermed er det et alternativt investeringsfond. Dette er forutsatt at det ikke gjelder et UCITS-fond.

#### 4.1.1 Avgrensning mot foretak som driver alminnelig næringsvirksomhet

Ved vurderingen av om det foreligger en innretning for kollektiv investering, må det avgrenses mot foretak som i hovedsak driver alminnelig næringsvirksomhet og ikke finansiell virksomhet. I de fleste tilfeller er grensdragningen uproblematisk. Dersom foretakets virksomhet består i aktiviteter slik som kjøp, salg og/eller utveksling av varer med påslag til neste ledd i kjeden, vil det ikke foreligge en innretning for kollektiv investering. Tilsvarende vil foretak hvor virksomheten består i bearbeiding av råstoffer eller halvfabrikata til ferdige produkter som regel ha et industrielt formål, og dermed falle utenfor definisjonen.

For enkelte virksomheter kan det oppstå grensetilfeller. Dette vil særlig være der innretningen har et finansielt formål, men hvor det også er kommersielle aktiviteter. I eiendomssyndikater vil eksempelvis investorene ved tegningstidspunktet bli forespeilet en avkastning gjennom verdistigning på eiendommen, men investeringen vil samtidig forutsette kommersielle aktiviteter gjennom drift av eiendommen og vedlikehold/fornyning av leieavtaler frem til realisasjonstidspunktet. I slike tilfeller må det foretas en konkret vurdering av hva som er strukturens primære formål. Ved vurderingen vil blant annet forretningsmodell, organisatorisk innretning, investeringshorisont, intern kompetanse og investeringsstrategi være relevante momenter.

Hvordan innretningen eller selskapet er organisert med hensyn til graden av intern kompetanse og ansatte vil være relevante momenter ved vurderingen av om det drives alminnelig næringsvirksomhet. At det verken er ansatte, ressurser eller kompetanse internt til å utføre driftsrelaterte oppgaver, tilsier at alminnelig drift eller produksjonsvirksomhet ikke er innretningens sentrale formål. I tradisjonelle eiendomssyndikater vil det eksempelvis ofte benyttes et aksjeselskap som eier av eiendommen og som investorene mottar aksjer i ved emisjonen. Selskapet har selv verken organisasjon eller ansatte til forestå den daglige driften av eiendommen, men har utkontraktert alle oppgavene allerede før investorene kommer inn på eiersiden. Det er Finanstilsynets oppfatning at strukturer hvor aksjeselskapet i det vesentlige er et instrument for plassering av investorens kapital uten forventning om at selskapet skal stå for driften, normalt er å anse som en innretning for kollektiv investering.

Hvilken investeringshorisont som forespeiles vil ved tvilstilfeller kunne være veiledende for vurderingen. Foretak som driver alminnelig næringsvirksomhet, eller for eksempel drift av eiendom, vil gjennomgående ha et langsiktig tidsperspektiv. Typisk vil dette kunne være selskaper som sikter mot å etablere seg i et marked. Tradisjonelle prosjektfinansieringsselskaper vil på sin side normalt ha en begrenset tidshorisont, med en mer eller mindre klart uttrykt exit-strategi i form av realisasjon av investeringsobjektet samt etterfølgende likvidering av fondet.

Investeringer i tradisjonelle prosjektfinansieringsselskaper er ofte illikvide, med et svakt eller fraværende annenhåndsmarked, og investorenes reelle mulighet for innløsning forutsetter derfor ofte realisasjon av investeringsobjektet. Finanstilsynets oppfatning er at deltakelse i prosjektfinansieringsselskaper hvor investorene er forespeilet en avkastning blant annet basert på realisasjon av investeringsobjektet tilsier at det foreligger et finansielt formål heller enn regulær drift. At det også forstås utleie-/forvaltningsfunksjoner i perioden frem mot et fremtidig salg vil da ha mindre betydning for vurderingen.

Også der prosjektfinansieringsselskapet ikke har noen klar exit-strategi, men hvor det over tid kjøper og selger eiendeler, for eksempel eiendommer, i porteføljen, vil det kunne dreie seg om et alternativt investeringsfond. Slike systematisk kjøp og salg indikerer at det ikke er drift av objektet, men fluktuasjon i verdiene som er det primære i strategien.

Øvrige momenter for vurderingen vil blant annet være graden av kommersiell drift i den konkrete innretningen. I eiendomssyndikater vil det være relevant å vurdere varigheten av leiekontrakter opp mot investeringsstrukturens forventede levetid. Lav leietakervolatilitet med få og langvarige leiekontrakter kan tyde på at regulær drift er underordnet det finansielle formålet. Dette gjelder særlig der leiekontraktenes varighet og betingelser tilsier ingen eller begrenset aktivitet knyttet til vedlikehold og fornying av leieforhold. For prosjektfinansiering innen shipping, som normalt har høyere volatilitet og kortere horisont, må det foretas en vurdering av om avtaleverk o.l. ligger innenfor alminnelig virksomhet for denne type objekter.

Prosjektfinansieringsselskaper der det er lagt føringer for eller bygget opp berettigede forventninger hos investorene om at selskapets opparbeidede overskudd skal utbetales som utbytte til investorene, vil kunne tolkes som at selskapet ikke har et alminnelig driftsformål. Når innretningens utbyttepolitikk medfører at det er beskjedne midler til å videreutvikle eller forbedre investeringsobjektet, tilsier dette at regulær drift er underordnet.

Andre forhold enn de som er nevnt ovenfor kan være relevante for vurderingen av om en investeringsstruktur har alminnelig næringsvirksomhet som formål. Ettersom spørsmålet må avgjøres ut i fra en konkret helhetsvurdering, vil utfallet av vurderingen av de enkelte faktorene ikke nødvendigvis være avgjørende for klassifiseringen.

#### 4.1.2 Investorenes løpende kontroll eller innflytelse over daglig drift

Dersom investorene har løpende kontroll eller innflytelse over daglig drift, er dette et moment som tilsier at det ikke dreier seg om et en innretning for kollektiv investering. Med løpende daglig innflytelse eller kontroll over innretningen siktes det til noe utover de alminnelige rettighetene den enkelte aksjonær har til å utøve myndighet på generalforsamlingen.

I vurderingen av om investorene har slik innflytelse og kontroll vil det være tungtveiende om investorene har en reell mulighet til å utøve daglig innflytelse og kontroll over den løpende forvaltningen på en måte som går ut over en alminnelig aksjonærs generelle påvirkning. Løpende innflytelse eller kontroll forstås som en vedvarende beslutningskompetanse over de operasjonelle forholdene, herunder den daglige driften av aktivaene. At aksjonærene står fritt i valg av styret, som igjen er ansvarlig for den daglige forvaltningen, vil eksempelvis ikke være tilstrekkelig.

Investorene må som gruppe ha løpende kontroll eller innflytelse over daglig drift. Det er derfor heller ikke tilstrekkelig at én eller flere investorer er tillagt slik innflytelse. Det forutsettes at samtlige av investorene har samme formelle og reelle mulighet til å kunne utøve daglig direkte innflytelse og/eller kontroll.

Investeringsinnretninger, for eksempel et eiendomssyndikat, kan ha vedtektsfestet en klausul som gir rett til realisasjon dersom aksjonærer som representerer en tilstrekkelig prosentandel av aksjekapitalen krever det. En slik realisasjonsklausul vil kunne være en rettighet som går utover de alminnelige aksjonærrettighetene. Prosentandelen som må oppnås for å kunne kreve realisasjon, som gjerne er mer enn 20 prosent, vil likevel i praksis føre til at minoritetsaksjonærene ikke har mulighet til å aktivere en slik klausul. Slike mekanismer vil derfor ikke gi den løpende kontrollen eller innflytelsen som kreves.

Investorene må ikke bare ha en formell mulighet, men også faktisk ha den nødvendige kompetansen til å kunne utøve daglig innflytelse og kontroll. Ikke-profesjonelle investorer har ofte ikke relevant kompetanse. Dersom investorene ikke reelt sett har slik kunnskap eller kompetanse, anses ikke investorene å ha tilstrekkelig løpende innflytelse og kontroll. Tilsvarende vil være tilfellet der det formelt foreligger mer-innflytelse gjennom vedtekter/aksjonæravtaler e.l., men hvor bruk av retten reelt er underlagt begrensninger, eksempelvis gjennom merkostnader, gebyrer og rettighetstap e.l.

I investeringsstrukturer med en investorgruppe av noe omfang vil det ha formodningen mot seg at investorene har tilstrekkelig daglig kontroll og innflytelse. Dette gjelder i særdeleshet i prosjektfinansieringsselskaper som inkluderer forbrukere som investorer. Der investorgruppen består av en stor andel mindre ikke-profesjonelle kunder og forbrukere vil eksempelvis forberedelse og utarbeidelse av forslag til styret normalt være satt ut til andre. I praksis vil det ofte være denne aktørens disposisjoner som vil være av betydning for driften. Investorene vil da generelt ikke ha den kontrollen og innflytelsen som forutsettes for å falle utenfor lovens virkeområde.

## 4.2 Investere kapital "i henhold til en definert investeringsstrategi"

I et alternativt investeringsfond investeres den innhentede kapitalen i henhold til en definert investeringsstrategi. Det er Finanstilsynets erfaring at det som hovedregel vil foreligge en definert investeringsstrategi i en investeringsstruktur dersom øvrige vilkår er til stede.

Finanstilsynet forstår henvisningen til "investeringsstrategi" som at det må foreligge retningslinjer eller en plan for hvordan den innhentede kapitalen skal forvaltes for å skape avkastning til investorene. Når det inviteres til tegning i prosjektfinansieringsselskaper, vil det

i alminnelighet foreligge en tilstrekkelig plan for investeringen til å kunne fastslå at det foreligger en definert investeringsstrategi.

Type investeringsobjekter, eller om det skal investeres i ett eller flere objekter, har ingen betydning for vurderingen av om det foreligger en definert investeringsstrategi. At strategien er å investere i ett objekt, eksempelvis en eiendom eller et skip, utelukker derfor ikke at en innretning har en investeringsstrategi. Prosjektfinansieringsselskaper som investerer i ett enkelt objekt vil samtidig sjelden kun ha verdien av objektet statisk på balansen. Det vil være planer for inntjening på objektet og håndtering av kostnader knyttet til nødvendige tjenester. I tillegg vil det ofte være forutsetninger om utdelinger til investorene. I tillegg vil slike selskaper ofte ha bestemmelser om gjeldsgrad og belåning/giring. Disse forholdene vil normalt være nedfelt i retningslinjer eller reguleringer, og dermed utgjøre en del av prosjektfinansieringsselskapets investeringsstrategi.

Prosjektfinansieringsselskaper som investerer i ett objekt vil som omtalt normalt ha en mer eller mindre uttrykt eller forventet exit-strategi, samt retningslinjer for forvaltningen av investeringen frem til dette tidspunktet. Slike prosjektfinansieringsselskaper vil ut fra dette ha flere likhetstrekk med investeringsstrategien til andre klassiske alternative investeringsfond og som er direkte regulert i loven, eksempelvis tilføringsfond,<sup>2</sup> som investerer i ett enkelt mottakerfond.

At investeringsstrategien er definert, innebærer at den er bestemt og fastsatt senest før investorene forplikter seg til å skyte inn kapital. Det har formodningen mot seg at investorer vil kommittere seg til en investering uten at det foreligger en ramme eller et mandat for hvordan den innskutte kapitalen skal forvaltes. Om investeringsobjektet er identifisert forut for investorenes forpliktelse oppstår, er ikke avgjørende i denne sammenheng.

I likhet med ESMA forutsetter Finanstilsynet for øvrig at en investeringsstruktur ikke kan omgå bestemmelsene i AIF-loven ved å gi styret full frihet til å treffe investeringsbeslutningene.

## 5 Avsluttende merknader

Den utpekte AIF-forvalteren er ansvarlig for både forvaltningen og markedsføringen av et alternativt investeringsfond, og må sørge for at virksomheten innrettes i samsvar med AIF-loven. Forvalteren må påse at investorenes interesser, fondenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte gjennom hele fondets levetid, herunder i etableringsfasen. Dette betyr i praksis at AIF-forvalteren må utpekes før vilkårene for etableringen og avtaleverket for øvrig er fastsatt. Dette omfatter at AIF-forvalteren må utpekes i forkant av fremforhandlingen av vilkårene for ervervet av et investeringsobjekt. Finanstilsynet understreker at AIF-forvalteren må sørge for å oppfylle kravene til korrekt og uavhengig verdivurdering av fondets eiendeler (investeringsobjektet) i AIF-loven § 3-10 med forskrifter. Forvalteren må også sørge for at fondet og investorene ikke vil bli belastet unødige kostnader. At forvalteren også har ansvaret for markedsføringen av fondet, herunder markedsføring som skjer i forbindelse med plassering av aksjer ved emisjoner, betyr at AIF-forvalteren må inngå

---

<sup>2</sup> Jf. AIF-loven § 1-2 bokstav f)

avtale om utkontraktering dersom andre enn forvalteren, som regel et verdipapirforetak, skal stå for markedsføringen av fondet.

Et alternativt investeringsfond skal enten forvaltes av en ekstern forvalter eller forvaltes internt av fondets organer. En AIF-forvalter må etter nærmere vilkår enten ha konsesjon, jf. AIF-loven § 2-2 eller være oppført i Finanstilsynets register over AIF-forvaltere, jf. AIF-loven § 1-4. AIF-forvaltere som forvalter fond med en samlet forvaltningskapital under visse terskler, og som ikke skal markedsføres til ikke-profesjonelle investorer, må registreres i et register som føres av Finanstilsynet, jf. AIF-loven § 1-4. Dersom fondet skal markedsføres til ikke-profesjonelle investorer, kreves det at forvalteren har konsesjon og en særskilt markedsføringstillatelse etter AIF-loven § 7-1.<sup>3</sup> Se Finanstilsynets rundskriv 11/2016 Rettslige rammer for virksomheten til registrerte AIF-forvaltere for mer informasjon om konsesjons- og registreringsplikt, samt hvem som anses som ikke-profesjonelle investorer ved spørsmål om markedsføring.<sup>4</sup>

Andeler i eksisterende prosjektfinansieringsselskaper som må anses som alternative investeringsfond, men som hittil ikke er klassifisert som dette, kan ikke markedsføres fremover uten at fondet utpeker en AIF-forvalter som sørger for etterlevelse av kravene i AIF-loven. Når det gjelder hva som anses som markedsføring, vises det til punkt 3 i rundskriv 11/2016.

---

<sup>3</sup> Kravet om tillatelse for å markedsføre alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle etter AIF-loven gjelder ikke ved markedsføring av alternative investeringsfond som er nasjonale verdipapirfond.

<sup>4</sup> Jf. også verdipapirhandelloven § 10-7, jf. §§ 10-6 og 10-8.





