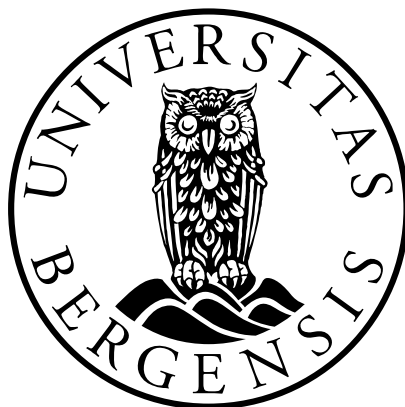


# Markedsføring av alternative investeringsfond til profesjonelle investorer

*Med hovedvekt på investorklassifiseringen og rammene for  
markedsføringsbegrepet*

Kandidatnummer: 65

Antall ord: 13586



JUS399 Masteroppgave

Det juridiske fakultet

UNIVERSITETET I BERGEN

07.06.2021

# Innholdsfortegnelse

Innholdsfortegnelse.....	1
<b>1 INNLEDNING.....</b>	<b>3</b>
1.1 Tema og bakgrunn for oppgaven .....	3
1.2 Problemstilling og avgrensning.....	4
1.3 Aktualitet .....	4
1.4 Forvalter av alternative investeringsfond (AIFM).....	6
1.5 AIF-lovens anvendelsesområde .....	6
1.5.1 "Innretning for kollektiv investering som ikke er et UCITS" .....	7
1.5.2 "Innhenter kapital fra et antall investorer" .....	9
1.5.3 "Med sikte på å investere kapitalen i henhold til en definert investeringsstrategi til fordel for investorene" .....	10
1.6 Unntak fra AIF-loven .....	11
1.7 Rettskildebilde og juridisk metode .....	11
1.7.1 AIF-loven og AIF-forskriften.....	12
1.7.2 EØS-rettslige kilder .....	12
1.7.3 Direktiver og forordninger.....	13
1.7.4 ESMA sine retningslinjer.....	14
1.7.5 Finanstilsynet og andre land sine tilsynsmyndigheter .....	14
1.8 Den videre fremstillingen .....	15
<b>2 MARKEDSFØRING ETTER AIF-LOVEN .....</b>	<b>16</b>
2.1 Regelverket for markedsføring av alternative investeringsfond .....	16
2.2 Markedsføringsbegrepet .....	16
2.2.1 Definisjonen av markedsføring i AIF-loven § 1-2 bokstav h) .....	16
2.2.2 "Direkte eller indirekte tilbud" .....	17
2.2.3 "På forvalterens initiativ eller på vegne av forvalteren" .....	19
2.3 Grensetilfeller av markedsføring .....	20
2.3.1 Medlemslandenes ulike tilnærming til markedsføringsbegrepet .....	20
2.3.2 "Pre-Marketing" .....	20
2.3.3 "Reverse Solicitation" .....	23
2.3.4 Oppsummering av markedsføringsbegrepet.....	24
<b>3 INVESTORKLASSIFISERING .....</b>	<b>26</b>
3.1 Regelverket for investorklassifisering .....	26
3.2 Definisjonen av en profesjonell investor.....	26
3.2.1 Krav til virksomhet.....	27
3.2.2 Krav til størrelse .....	27
3.2.3 Nasjonale og regionale myndigheter .....	28
3.2.4 Øvrige institusjonelle investorer i finansiell sektor .....	28
3.3 Omklassifisering fra ikke-profesjonell til profesjonell investor.....	29
3.3.1 Krav til transaksjoner av betydelig størrelse på det relevante marked.....	31
3.3.2 Krav til størrelse på finansiell portefølje .....	32

3.3.3	Krav til arbeidserfaring i finansiell sektor .....	32
<b>3.4</b>	<b>Proseduren ved omklassifisering .....</b>	<b>33</b>
<b>3.5</b>	<b>Markedsføringsbegrensning med hensyn til ikke-profesjonelle investorer.....</b>	<b>35</b>
<b>3.6</b>	<b>Oppsummering av investorklassifisering.....</b>	<b>37</b>
<b>4</b>	<b>GRENSEKRYSENDE MARKEDSFØRING TIL PROFESJONELLE INVESTORER .....</b>	<b>38</b>
<b>4.1</b>	<b>Markedsføring av alternative investeringsfond til profesjonelle investorer i Norge.....</b>	<b>38</b>
4.1.1	Markedsføring i Norge hvor AIF og AIFM er etablert i EØS .....	38
4.1.2	Markedsføring i Norge hvor AIF eller AIFM er etablert utenfor EØS.....	40
<b>4.2</b>	<b>Markedsføring av alternative investeringsfond til profesjonelle investorer i EØS.....</b>	<b>41</b>
<b>5</b>	<b>AVSLUTNING .....</b>	<b>43</b>
	Litteraturliste.....	45

# 1 INNLEDNING

## 1.1 Tema og bakgrunn for oppgaven

EU-kommisjonen uttrykte, i 2005, bekymring rundt den økonomiske veksten i Europa. Bekymringen hadde sitt utspring i en mangelfull reguleringen av større og mer komplekse internasjonale fondsstrukturer.<sup>1</sup> Behovet for et oversiktlig og dekkende regelverk ble videre synliggjort etter at den globale finanskrisen brøt ut i 2008. Finanskrisen avdekket en sårbarhet i fondsmarkedet, som utgjorde en finansiell risiko.<sup>2</sup> Etterfølgende ble det internasjonale samarbeidet intensivert, særlig hva gjelder rettsøkonomiske retningslinjer og standarder. Det ble blant annet rettet fokus mot et oppdatert regelverk for de fond som ikke ble rammet av Direktiv (EU) 2009/65 (heretter omtalt som **UCITS-direktivet**).<sup>3</sup> UCITS-direktivet rammer kun ”Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities” (heretter omtalt som **UCITS-fond**), som reguleres av lov 25. november 2011 om verdipapirfond (heretter omtalt som **verdipapirfondloven** eller **vpfl.**). Alternative investeringsfond (heretter også omtalt som **AIF**) omfatter, etter definisjonen, fond som ikke er UCITS-fond.<sup>4</sup> Dette vil blant annet være eiendomsfond, infrastrukturfond, hedgefond og private equity-fond.<sup>5</sup> Verdiene i slike fond utgjør en vesentlig del av det finansielle markedet, og kan ha betydelig påvirkning på det finansielle markedet i Europa. Behovet for en samordnet regulering foranlediget således et felleseuropeisk markedsføringsregime.

EU-direktivet Alternative Investment Fund Managers Directive (EU) 2011/61 av 8. Juni 2011 (heretter omtalt som **AIFMD**) ble vedtatt for å harmonisere kravene til alternative investeringsfond, og således redusere risikoen for investorer på det europeiske fondsmarkedet.<sup>6</sup> Direktivet er et Europaparlaments- og rådsdirektiv, og gjelder for forvaltere av alternative investeringsfond (heretter omtalt som **Forvalter** eller **AIFM**) som markedsføres til profesjonelle investorer. I norsk rett gjennomføres AIFMD av lov 20. Juni 2014 om forvaltning av alternative investeringsfond (heretter omtalt som **AIF-loven**) og forskrift om forvaltning av alternative investeringsfond (heretter omtalt som **AIF-**

---

<sup>1</sup> EU-kommisjonen (2005) s. 2

<sup>2</sup> Directive (EU) 2011/61 Preamble avsnitt 2 og 3

<sup>3</sup> Directive (EU) 2011/61 Preamble avsnitt 3

<sup>4</sup> AIF-loven § 1-2 bokstav a)

<sup>5</sup> Prop. 155 LS (2020-2021) s. 11

<sup>6</sup> Directive (EU) 2011/61 Preamble avsnitt 2

**forskriften).**<sup>7</sup> Ved lovproposisjonen ble det foreslått at markedsføring til ikke-profesjonelle skulle kreve tillatelse etter loven, uavhengig av fondets størrelse og organisering.<sup>8</sup>

## 1.2 Problemstilling og avgrensning

Oppgaven vil ta for seg reglene for markedsføring av alternative investeringsfond til profesjonelle investorer. Dette vil innebære en redegjørelse av hvilke aktiviteter som skal anses som markedsføring samt hvilke investorer som skal anses som profesjonelle. Markedsføring til profesjonelle investorer er underlagt begrenset regulering, men må likevel forholde seg til markedsføringsforbudet i AIF-loven. Forbudet innebærer at en Forvalter, uten den nødvendige tillatelsen, som markedsfører til ikke-profesjonelle driver ulovlig virksomhet.<sup>9</sup> Oppgaven vil derfor forsøke å belyse grensene for hva som utgjør et markedsføringsforbud etter AIF-loven. Hovedfokuset vil videre være på hvilken betydning aktuelle endringer, som nye direktiver eller endret markedspraksis, kan ha for forståelsen av lovteksten.

Problemstillingen innebærer en naturlig avgrensning mot de nærmere kravene for markedsføring til ikke-profesjonelle investorer etter AIF-loven kapittel 7. For å identifisere hvilken type aktører oppgaven faktisk vedrører vil derimot skillet mellom hva som anses som en profesjonell aktør og en ikke-profesjonell aktør være relevant. Det vil videre avgrenses mot de konkrete vilkårene for tilegnelsen av konsesjon i henhold til AIF-loven § 2-2. Tillatelse etter denne bestemmelsen er en forutsetning for å drive forvaltning etter AIF-loven. Hva gjelder markedsføringsbegrepet vil heller ikke de øvre grensetilfellene belyses. Det siktes her til grensen mellom markedsføring og investeringsrådgivning, som krever konsesjon etter lov 29. juni 2007 om verdipapirhandel (heretter omtalt som **verdipapirhandelloven** eller **vphl.**) § 2-1 (1).

## 1.3 Aktualitet

Det finnes mange årsaker til at problemstillingen er særlig aktuell. Blant annet vil et nytt direktiv (Direktiv (EU) 2019/1160) tre i kraft 2. August i år (2021). Dette direktivet har til hensikt å redusere en rekke regulatoriske barrierer, ved å blant annet forenkle grensekryssende

---

<sup>7</sup> Prop. 155 LS (2020-2021) s. 11

<sup>8</sup> Prop. 77 L (2013-2014) s. 85

<sup>9</sup> Finanstilsynet (2016) s. 7

markedsføring av fond innad i EU. I ytterste konsekvens vil det nye direktivet kunne bidra til en endret bransjepraksis med hensyn til markedsføringsbegrepet etter AIFMD. For eksempel er det som følge av dette nye regulatoriske initiativet nå definert hva som skal anses som markedssondering ("pre-marketing") i lovens forstand og vilkårene for dette, samt grensen mellom markedssondering og markedsføring.<sup>10</sup> Definisjonen er, per i dag, ikke implementert i norsk rett.

Videre er markedsføringsreglene etter AIF-loven svært praktiske, noe som gjenspeiles i måten EU-kommisjonen, ved løpende endringer, strever etter å oppnå et mest mulig harmonisert regelverket. Blant annet sendte EU-kommisjonen i 2020 gjennomgang av AIFMD på høring, som vil kunne medføre en mulig revisjon av direktivet i nærmeste fremtid.<sup>11</sup>

Det må også nevnes at Brexit vil kunne ha stor innvirkning på den aktuelle problemstillingen. Regelverket har allerede begynt å se konturene av en rekke ringvirkninger gjennomføringen av Brexit vil kunne medføre. Den praktiske betydningen av Brexit vil behandles under del 4 i oppgaven.

Et estimat fra det amerikanske finansselskapet Morningstar anslår at 246 milliarder euro ble trukket ut av det langsiktete fondsmarkedet måneden etter at Covid-19 brøt ut. Til sammenligning omfattet uttakene i måneden etterfølgende finanskrisen "kun" 108 milliarder euro.<sup>12</sup> Som nevnt i innledningen dannet finanskrisen i 2008 bakteppe for det felleseuropeiske markedsføringsregime som AIFMD utgjør. Det vil derfor, på lengre sikt, være interessant å se de markedsmessige konsekvensene av koronapandemien.

Det kan også nevnes at advokatfirmaet BAHR sendte ut et nyhetsbrev i februar 2021 som adresserte begrensningene for registrerte Forvaltere med hensyn til ikke-profesjonelle investorer. Nyhetsbrevet gjorde Finanstilsynet oppmerksom på en avvikende praksis blant bransjeaktørene, og skapte en pågående debatt. I forlengelsen av dette sendte Finanstilsynet ut et brev i mai 2021 med den hensikt å oppklare en rekke utvetydigheter.<sup>13</sup> Oppgaven vil forsøke å belyse både den avvikende bransjepraksisen samt Finanstilsynets oppfatning av tilnærmingen.

---

<sup>10</sup> Directive (EU) 2019/1160 art. 2 (1)

<sup>11</sup> EU-kommisjonen (2020)

<sup>12</sup> Morningstar (2020)

<sup>13</sup> Brev Finanstilsynet (2021)

## 1.4 Forvalter av alternative investeringsfond (AIFM)

AIF-loven «gjelder forvaltning av alternative investeringsfond og øvrig virksomhet som drives av forvalter», jf. AIF-loven § 1-1 første ledd. Det er følgelig et krav til at ethvert AIF drives av en egen Forvalter. De rammene og reguleringene som fremgår av loven retter seg således ikke mot fondet i seg selv, men nettopp mot forvalteren av det alternative investeringsfondet. At det er Forvalteren som pålegges plikter etter AIF-loven kommer også til uttrykk ved at loven nettopp vedrører *forvaltning* av alternative investeringsfond. Forvalteren (AIFM) er et ”foretak som på forretningsmessig basis driver forvaltning av alternative investeringsfond”, jf. AIF-loven § 1-2 bokstav b), og kan enten være eksternt eller internt oppnevnt, jf. AIF-loven § 2-1 første ledd.

AIF-loven opererer med et skille mellom Forvalter med konsesjon og Forvalter som kun er registrert i et tilsynsregister.<sup>14</sup> Ved markedsføring til ikke-profesjonelle investorer stilles det krav til konsesjon.<sup>15</sup> En slik tillatelse kan gis av Finanstilsynet i medhold av AIF-loven § 2-2, såfremt de finner det godtgjort at Forvalter vil oppfylle kravene i loven.

Forvalter av et AIF som kun skal markedsføres til profesjonelle investorer, og som har en samlet forvaltningskapital under visse terskelverdier, kan istedenfor konsesjon velge å registreres i et register ført av Finanstilsynet.<sup>16</sup> Slike Forvaltere omtales som registrerte Forvaltere, og er unntatt store deler av AIF-loven, jf. AIF-loven § 1-4 første og sjette ledd. Likevel vil de måtte forholde seg til kravet om konsesjon ved markedsføring til ikke-profesjonelle investorer. Det er følgelig et markedsføringsforbud for registrerte Forvaltere, uten konsesjon, å markedsføre et AIF til en investor uten profesjonell status. Et brudd på dette markedsføringsforbudet er å anse som ulovlig virksomhet.<sup>17</sup> Det vil være Forvalters ansvar at fondet innretter seg i samsvar med AIF-loven.<sup>18</sup>

## 1.5 AIF-lovens anvendelsesområde

For at en Forvalter skal rammes av AIF-lovens reguleringer og plikter vil det være en forutsetning at fondet anses som et alternativt investeringsfond i lovens forstand. Definisjonen favner vidt, da regelverket er ment å ramme alle fondsstrukturer som ikke er underlagt

---

<sup>14</sup> Finanstilsynet 21.03.2017

<sup>15</sup> AIF-loven §§ 1-4 (6) og 7-1

<sup>16</sup> Finanstilsynet (2016) s. 3

<sup>17</sup> Finanstilsynet (2016) s. 7

<sup>18</sup> Finanstilsynet (2019) s. 7

UCITS-direktivet.<sup>19</sup> Det følger av AIF-loven § 1-2 bokstav a) at et alternativt investeringsfond er en:

”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”.

Det er følgelig en rekke kumulative vilkår som må være oppfylt for at et foretak, etter definisjonen, regnes som et alternativt investeringsfond. Disse vil behandles i det følgende.

### 1.5.1 “Innretning for kollektiv investering som ikke er et UCITS”

Det første kravet kan anses som et todelt vilkår. Vilkåret inneholder på den ene siden en positiv avgrenset definisjon, ”innretning for kollektiv investering”, og på den andre siden en negativ avgrensning mot UCITS-fond. UCITS-fond er verdipapirfond og reguleres av verdipapirfondloven. Utgangspunktet er at definisjonen skal ramme de fond som ikke reguleres av UCITS-direktivet. Dette innebærer at alt fra eiendomsfond og infrastrukturfond til hedgefond og private equity-fond i utgangspunktet utgjør et alternativt investeringsfond.<sup>20</sup> Fordi avgrensningen mot UCITS-fond er så tydelig definert fremstår dette vilkåret som lite problematisk, og vil derfor ikke belyses nærmere.

En ”innretning” er et rettssubjekt, men ordlyden gir ikke noen nærmere veiledning hva gjelder kravene til organisasjonsform. At ordlyden favner vidt er naturlig da formålet med loven er å ramme en uensartet gruppe av investeringsstrukturer. Vilkåret avgrenser følgelig ikke, isolert sett, mot noen typer foretak.

En ”investering” er en kapitalplassering med formål om å genere avkastning. At en investeringen er ”kollektiv” innebærer en avgrensning mot individuell porteføljeforvaltning, og følgelig et krav om at kapitalen som forvaltes tilhører flere investorer. Hvor mange og hvilke aktiva det investeres i vil derimot være uten betydning. Etter Finanstilsynets oppfatning skal fondsstrukturer som forvalter en samlet kapital fra flere ulike investorer, med

---

<sup>19</sup> Zetzsche (2015) s. 5

<sup>20</sup> Prop. 155 LS (2020-2021) s. 11



den hensikt å investere kapitalen kollektivt og senere avkastning, anses som et alternativt investeringsfond.<sup>21</sup>

Det er videre et krav at foretaket driver finansiell virksomhet for at det skal anses som en ”innretning for kollektiv investering”.<sup>22</sup> Det må følgelig avgrenses mot fond som driver alminnelig næringsvirksomhet. I grensetilfeller, hvor foretaket både driver finansiell og alminnelig næringsvirksomhet, vil det måtte foretas en konkret helhetsvurdering. Avgjørende for vurderingen vil her være organisasjonsformen, forretningsmodell og tidsperspektiv for investeringene.<sup>23</sup>

”Innretning for kollektiv investering” er ment å tilsvare «collective investment undertaking»<sup>24</sup> i AIFMD og det må følgelig antas å ha samme virkeområde, sett i lys av direktivets funksjon som fullharmoniserende.<sup>25</sup> Ved vurderingen av om et foretak skal anses som en «collective investment undertaking» har den felleseuropeiske tilsynsmyndigheten, ESMA, gjennom sine retningslinjer, utledet tre utslagsgivende faktorer.<sup>26</sup>

*«(a) the undertaking does not have a general commercial or industrial purpose;*

*(b) the undertaking pools together capital raised from its investors for the purpose of investment with a view to generating a pooled return for those investors; and*

*(c) the unitholders or shareholders of the undertaking – as a collective group – have no daytoday discretion or control. The fact that one or more but not all of the aforementioned unitholders or shareholders are granted day-to-day discretion or control should not be taken to show that the undertaking is not a collective investment undertaking.»*

Det foreligger altså, også etter ESMA sine retningslinjer, et krav om finansiell virksomhet og således en avgrensning mot foretak med hovedsakelig kommersielle formål. Det forutsettes videre at det drives en kollektiv porteføljeforvaltning i den hensikt å berike investorene.<sup>27</sup> De to første kriteriene er følgelig i tråd med ordlyden i AIF-loven, slik det er beskrevet ovenfor.

---

<sup>21</sup> Finanstilsynet (2019) s. 4

<sup>22</sup> Finanstilsynet (2019) s. 4

<sup>23</sup> Finanstilsynet (2019) s. 4

<sup>24</sup> Directive (EU) 2011/61 art. 4 (1) a)

<sup>25</sup> Prop .77 L (2013-2014) s. 22

<sup>26</sup> ESMA (2013) s. 5

<sup>27</sup> Finanstilsynet (2019) s. 4

Etter bokstav c) i retningslinjene vil derimot også virksomheter hvor investorene har løpende innflytelse eller kontroll gjerne falle utenfor lovens anvendelsesområde. Et slikt vilkår fremgår ikke direkte av ordlyden i AIF-loven, men kan indirekte innfortolkes av kravet om å investere ”til fordel for investorene”. Det er altså en forutsetning om at beslutningsmyndigheten er tilegnet en ekstern Forvalter.<sup>28</sup> Finanstilsynet har lagt til grunn at løpende innflytelse eller kontroll innebærer ”en vedvarende beslutningskompetanse over de operasjonelle forholdene, herunder den daglige driften av aktivaene”. Investeringer i en operativ virksomhet som sådan vil følgelig ikke være omfattet. Investorene må, som en gruppe, ikke bare ha formell mulighet, men også tilstrekkelig kompetanse til å utøve slik kontroll.<sup>29</sup>

### 1.5.2 ”Innhenter kapital fra et antall investorer”

Å innhente kapital tilsier at det bevisst må anskaffes likvide midler eller øvrige formuesgoder av økonomisk verdi. Vilkåret er ment å tilsvare ”raise capital” i direktivteksten.<sup>30</sup> Det kan stilles spørsmål til hvorvidt ordlyden ”raise” oppstiller et krav til aktivitet i forbindelse med kommitteringen av kapital. ESMA har, i sine retningslinjer, utledet at ”raise capital” skal tolkes som ”commercial activity of taking direct or indirect steps (...) to procure the transfer or commitment of capital”. Det presiseres dernest at det er uten betydning hvorvidt aktiviteten forekommer én eller flere ganger.<sup>31</sup> Vilkåret krever følgelig at en form for kommersiell aktivitet er en utløsende faktor for kapitalen som tilføres, men aktivitetsbegrepet i denne sammenheng favner vidt, jf. ”direct or indirect steps”.

Det knytter seg derimot mer usikker til at ESMA, i sin tolkningsuttalelse, impliserer at fondet, eller Forvalter, må være pådriver til den aktive markedsføringen og således initiere til den kommersielle aktiviteten. Det kan i den forbindelse oppstå grensetilfeller hvor investorer, på eget initiativ, tar kontakt med fondet i forbindelse med en kapitaltilførsel. Hvorvidt slike grensetilfeller skal anses som markedsføring i lovens forstand vil behandles under punkt 2.3.3.

---

<sup>28</sup> Zetzsche (2015) s. 53

<sup>29</sup> Finanstilsynet (2019) s. 6

<sup>30</sup> Directive (EU) 2011/61 art. 4 (1) a) (i)

<sup>31</sup> ESMA (2013) s. 6

Ettersom ”innhenter” forutsetter en ekstern tilføring av kapital i selskapet vil vilkåret avgrense mot visse investeringsgrupper, som ”family offices” og investerings- aksjeparingsklubber som investerer privat formue. Dette er også presisert i punkt 7 i fortalen til direktivet.<sup>32</sup>

Det fremgår videre av AIF-loven § 1-2 bokstav a) at kapitalen må hentes inn fra ”et antall investorer”. Det kreves følgelig to eller flere investorer. Dette til forskjell fra verdipapirfondloven som kun kreves kapital fra en ”ubestemt krets av personer”, jf. vpfl. § 1-2 første ledd nr. 1. I ESMA sine retningslinjer fremkommer det flere tilfeller hvor det gjøres unntak fra kravet om minst to investorer. Et eksempel på dette er tilfeller hvor den nasjonale lovgivningen er til hinder for å innhente kapital fra mer enn én investor.<sup>33</sup> Disse unntakene anses ikke som relevante for oppgavens problemstilling, og vil derfor ikke bli behandlet nærmere.

### 1.5.3 ”Med sikte på å investere kapitalen i henhold til en definert investeringsstrategi til fordel for investorene”

For at en innretning skal anses som et AIF er det videre et vilkår at kapitalen hentes inn for å investere etter en definert investeringsstrategi til fordel for investorene. Ordlyden av ”definert” forstås som at det må foreligge en konkret investeringsstrategi, som må være avklart i forkant av de formuerettslige disposisjonene.

En investeringsstrategi forutsetter en plan for hvordan kapitalen skal plasseres, men ordlyden gir derimot lite veiledningen hva gjelder krav til detaljer og spesifisering, samt hvorvidt kapitalen, reelt sett, må forvaltes i henhold til strategien. Etter Finanstilsynets oppfatning er det tilstrekkelig at det foreligger visse retningslinjer eller en plan for hvordan fremtidig forvaltning skal skape avkastning til investorene. Videre er investeringsstrategien definert når ”den er bestemt og fastsatt senest før investorene forplikter seg til å skyte inn kapital”.<sup>34</sup> Etter ESMA sine retningslinjer beror vilkåret ”definert investeringsstrategi” på en skjønsmessig helhetsvurdering.<sup>35</sup>

At investeringene må være til ”til fordel for investorene” tilsier at investeringene skal gagne fondets investorer. Hva som anses som en ”fordel” er verken presisert av ESMA eller Finanstilsynet. Det er derimot antatt i teorien at den konkrete fordelingen må kunne gjenspeile

---

<sup>32</sup> Directive (EU) 2011/61 Preamble avsnitt 7

<sup>33</sup> ESMA (2013) s. 6

<sup>34</sup> Finanstilsynet (2019) s. 6 og 7

<sup>35</sup> ESMA (2013) s. 7

investeringen og risikoen ved den. Det stilles således et krav til en viss proporsjonalitet mellom investeringen og fordelene.<sup>36</sup>

En streng tolkning av ordlyden ”til fordel for” vil innebære en forutsetning om at investeringene rent faktisk generer avkastning. En slik forståelse vil medføre et rettslig krav om at det kun er innretninger med vellykkede investeringer som kan klassifiseres som et AIF, hvilket har formodningen mot seg. Det er følgelig tilstrekkelig at investeringene har til *hensikt* å berike investorene i form av økonomisk avkastning. At fordelene er ”for investorene” innebærer at innretninger hvor avkastningen utelukkende tilfaller andre, slik som veldedige organisasjoner, faller utenfor. Innretningens struktur forøvrig er derimot uten betydning.<sup>37</sup>

## 1.6 Unntak fra AIF-loven

Definisjonen i AIF-loven § 1-2 bokstav a) er imidlertid ikke utelukkende avgjørende for hvorvidt et foretak skal anses som et alternativt investeringsfond. Det følger av en rekke særbestemmelser i AIF-loven og AIF-forskriften at visse Forvaltere og foretak er unntatt fra lovens virkeområde, selv om de skulle anses som et AIF etter definisjonen. Blant annet unntar AIF-loven § 1-3 foretak som pensjonsforetak og overnasjonale institusjoner fra lovens anvendelsesområdet etter nærmere angitte. Slike foretak er unntatt fordi de legislative hensynene som begrunner loven ikke gjør seg gjeldende. I tillegg hjemler AIF-forskriften § 1-2 et unntak for holdingselskaper etter gitte vilkår. Disse unntaksbestemmelsene vil falle utenfor problemstillingen og vil følgelig ikke belyses nærmere.

En unntatt gruppe, som derimot er interessant for problemstillingen, er Forvaltere av AIF med samlet investeringskapital under gitte terskelverdi, og som kun markedsføres til profesjonelle investorer.<sup>38</sup> Med risikoen ved lånefinansiering som bakteppe i etterkant av finanskrisen er terskelverdien satt lavere for forvalter av girede fond.<sup>39</sup> Oppgaven vil se nærmere på hvor langt dette unntaket strekker seg i praksis.

## 1.7 Rettskildebilde og juridisk metode

---

<sup>36</sup> Zetzsche (2015) s. 63

<sup>37</sup> Directive (EU) 2011/61 art. 2 (2) bokstav c)

<sup>38</sup> AIF-loven § 1-4 første og sjette ledd

<sup>39</sup> Directive (EU) 2011/61 Preamble avsnitt 17

Oppgaven bygger på en alminnelig juridisk metode, og vil følgelig ta utgangspunkt i den naturlige språklige forståelsen av ordlyden i AIF-loven, supplert med øvrige rettskilder, både nasjonale og internasjonale. Rammene for markedsføring av AIF mot profesjonelle investorer er ikke særskilt behandlet i norsk rettspraksis, og heller ikke direkte berørt av EU-domstolen. Dette innebærer at også alternative rettskilder, slik som forvaltningspraksis og retningslinjer fra tilsynsmyndigheter, vil måtte vektlegges for å besvare problemstillingen.

### 1.7.1 AIF-loven og AIF-forskriften

AIF-loven er utgangspunktet for oppgavens problemstilling, og danner således grunnlaget for den videre fremstillingen. AIF-loven og AIF-forskriften er helt sentrale rettskilder innenfor rettsområdet for kapitalforvaltningen ettersom de, som nevnt, gjennomfører AIFMD i norsk rett. AIFMD vil følgelig også utgjøre en helt vesentlig del av rettskildebilde ved tolkningen av AIF-loven.<sup>40</sup>

Mer konkret vil den videre behandlingen i stor grad basere seg på de bestemmelsene i AIF-loven, som regulerer markedsføringsbegrepet, investorklassifiseringen og øvrige rammer for markedsføring til profesjonelle investorer. Vurderingene vil i den sammenheng ta utgangspunkt i ordlyden til disse bestemmelsene, samt legaldefinisjonene i AIF-loven § 1-2.

Tolkningen av lovteksten må suppleres med andre nasjonale rettskilder, herunder særlig forarbeider og tilsynspraksis. Videre nedsatte Finanstilsynet, i forkant av AIF-loven, en arbeidsgruppe (heretter omtalt som **Arbeidsgruppen**) med hovedformål å rapportere om, samt kommentere på gjennomføringen av AIFMD i norsk rett. AIF-loven bygger derfor i stor grad på forslaget fra Arbeidsgruppen, hvilket gjør rapporten svært relevant ved lovtolkningen.

### 1.7.2 EØS-rettslige kilder

Etter Wien-konvensjonen skal ordlyden i EU- og EØS-rettslige kilder tolkes i lys av formålet og den konteksten hvor ordlyden fremgår.<sup>41</sup> Konvensjonen er ikke ratifisert i norsk rett, men anses som gjeldende rett. Ettersom rettsakter inntas som vedlegg til EØS-avtalen innebærer en formålsrettet og kontekstuell tolkning at ordlyden må sees i lys av det overordnede formålet bak denne.

---

<sup>40</sup> Skoghøy (2018) s. 74

<sup>41</sup> Wien-konvensjonen art. 31

### 1.7.3 Direktiver og forordninger

Direktiver og forordninger er rettsakter utformet av EUs organer, og inneholder sekundærrett som gjennomfører hovedlinjene i EU-rettens traktatgrunnlag. AIFMD er, som nevnt, implementert gjennom AIF-loven i norsk rett. Samtidig vil et nytt direktiv, Direktiv (EU) 2019/1160, tre i kraft 2. August i år. Både AIFMD og Direktiv (EU) 2019/1160 utgjør følgelig en sentral del av rettskildebilde i den videre fremstillingen.

Direktiver, som AIFMD, UCITS-direktivet og Direktiv (EU) 2019/1160, inneholder noen målsetningsregler som skal implementeres i nasjonal rett gjennom en transformasjon. Motsatt skal forordninger ikke endres, men derimot implementeres i den nasjonale retten ved gjengivelse eller henvisning til direktivteksten.<sup>42</sup> Direktiver har i utgangspunktet ikke direkte virkning for medlemsstatene, men det stilles krav om at enhver medlemsstat må implementere innholdet i direktivene gjennom egne nasjonale lover og regler.<sup>43</sup> Som en av EFTA-statene må også forordninger innlemmes i EØS-avtalens vedlegg og gjennomføres i nasjonal rett for å få virkning.

I forarbeidene til AIF-loven viser Finansdepartementet til at AIFMD ”i stor grad er et fullharmoniseringsdirektiv”.<sup>44</sup> Målsettingen om rettshomogenitet i EØS-området er et grunnleggende rettskildeprinsipp innenfor EØS, og innebærer at øvrige lands nasjonale rett kan være relevant ved tolkningen av det materielle innholdet i rettsakter som AIFMD.<sup>45</sup> AIF-loven er således tilsiktet å inneholde de målsettingene som fremheves i AIFMD. Tolkning av bestemmelsene i AIF-loven må etter dette ta utgangspunkt i direktivteksten.

Direktiver og forordninger har gjerne en fortale som begrunner rettsakten. Slike fortaler tilsvarer i stor grad forarbeid i norsk rett, og har til hensikt å fremme formålet bak den aktuelle avtalen. I den grad en fortale er tilgjengelig for offentligheten vil den derfor kunne vektlegges ved tolkningen av direktivteksten eller forordningen. I tilfeller hvor fortalen ikke sammenfaller med det reelle formålet bak rettsakten vil den derimot ikke være av relevans.<sup>46</sup>

---

<sup>42</sup> Sejersted (2011) s. 51

<sup>43</sup> Sejersted (2011) s. 51

<sup>44</sup> Prop. 77 L (2013-2014) s. 22.

<sup>45</sup> EØS-avtalen art. 1

<sup>46</sup> Sejersted (2011) s. 230

#### 1.7.4 ESMA sine retningslinjer

The European Securities and Markets Authority (heretter omtalt som **ESMA**) er en europeisk tilsynsmyndighet opprettet i 2012. Etableringen foregikk gjennom Europaparlament- og rådsforordning nr. 1095/2010 av 24. november 2010, med finanskrisen i 2008 som bakteppe, for å sikre økonomisk stabilitet i den europeiske finanssektoren. ESMA er forankret i EU-systemet som et selvstendig rettssubjekt, som skal opptre som et upartisk og uavhengig organ. Organets tilsynsområde og kompetanse rekker vidt og omfatter blant annet publisering av retningslinjer for, og herunder koordinasjon av, nasjonale tilsynsmyndigheter og enkeltinstitusjoner hos medlemslandene.<sup>47</sup>

Det fremgår blant annet av den nevnte forordningen at de enkelte lands tilsynsmyndigheter og markedsaktører ”shall make every effort to comply with those guidelines”.<sup>48</sup> På tross av ordlyden er ESMA sine retningslinjer, formelt sett, ikke bindende for norsk rett.<sup>49</sup> Likevel har det blitt fremhevet i forarbeidene til AIF-loven at ”en lojal tilnærming til disse (retningslinjene) vil ha stor betydning for rettshomogeniteten i EØS-området”.<sup>50</sup> Som nevnt er rettshomogenitet et av de grunnleggende rettskildeprinsippene i EØS-retten, og retningslinjene fra ESMA vil dermed ha stor betydning for tolkningen av AIF-loven.

#### 1.7.5 Finanstilsynet og andre land sine tilsynsmyndigheter

Det er Finanstilsynets oppgave å føre tilsyn med overholdelse av AIF-lovens bestemmelser. Dette følger av AIF-loven § 9-1. Den rettskildemessige betydningen av forvaltningspraksis vil være relativ og avhenge av forvaltningsområdet.<sup>51</sup> Mangelen på rettspraksis på området bidrar i den sammenheng til at Finanstilsynet, som et overordnet nasjonalt forvaltningsorgan, sin forståelse vil ha særlig betydning for tolkningen av AIF-loven.

Finanstilsynet publiserte i 2016 et rundskriv (11/2016) som redegjorde for markedsføringsbegrepet og registrerte Forvalteres begrensninger.<sup>52</sup> Videre ble det i 2019 publisert et ytterligere rundskriv (9/2019) som kartlegger Finanstilsynets forståelse av definisjonen av et alternativ investeringsfond.<sup>53</sup> Rundskriv er et forvaltningsverktøy, og kan

---

<sup>47</sup> Informasjon hentet fra ESMA sin egen hjemmeside. <https://www.esma.europa.eu/about-esma/esma-in-brief>

<sup>48</sup> Forordning (EU) No 1095/2010 art. 16 (3)

<sup>49</sup> Finanstilsynet 25.04.2017

<sup>50</sup> Prop. 77 L (2013-2014) s. 22.

<sup>51</sup> Holgersen (1987) s. 404 flg.

<sup>52</sup> Finanstilsynet (2016) s. 3

<sup>53</sup> Finanstilsynet (2019) s. 2

vektlegges som et presiserende tolkningsbidrag ved utvetydigheter i lovteksten. På tross av at rundskrivene er sekundærkilder og kun inneholder publiserte rettsoppfatninger må de kunne tillegges en tungtveiende rettskildemessig vekt. Dette må særlig sees i lys av manglende tilsynspraksis på området og fordi Finanstilsynets praksis er normerende for bransjeaktørens tilnærming og innrettelsesbehov.

Financial Conduct Authority (heretter omtalt som **FCA**) er Storbritannias tilsynsmyndighet, og i har i stor grad den samme funksjonen som Finanstilsynet har i Norge. Ved avvikende tolkning blant medlemslandene har forvaltningspraksis fra FCA tradisjonelt sett dannet et naturlig utgangspunkt for forståelsen av direktivteksten. FCA har blant annet publisert et rundskriv som behandler spørsmål i forbindelse med AIF-definisjonen samt en omfattende veiledning av reglene for markedsføring etter AIFMD. Det legges til grunn at uttalelsene fortsatt er av relevans, da de skriver seg fra et tidspunkt før gjennomføringen av Brexit.<sup>54</sup>

## **1.8 Den videre fremstillingen**

Fokuset i oppgaven vil være grensetilfellene for markedsføring av et alternativt investeringsfond til profesjonelle investorer. Registrerte Forvaltere kan kun markedsføre et alternativt investeringsfond til profesjonelle investorer. Dersom en registrert Forvalter, uten konsesjon, derimot skulle markedsføre et AIF til en ikke-profesjonell investor foreligger det allerede et brudd på markedsføringsforbudet i AIF-loven. Forvalter vil i et slikt tilfelle drive ulovlig virksomhet, som kan medføre påleggelse om stans av virksomheten etter Lov 17. desember 1956 om tilsynet med finansforetak § 4 bokstav a).<sup>55</sup>

Oppgaven vil derfor forsøke å belyse grensetilfellene av hva som, etter lovens forstand, utgjør markedsføring til en profesjonell investor. Følgelig vil oppgaven foreta en omfattende gjennomgang av markedsføringsbegrepets rekkevidde etter AIF-lovens (DEL 2) samt den konkrete klassifiseringen av investorstatus, herunder adgangen til å anmode om omklassifisering (DEL 3). Det vil dernest følge en kortfattet redegjørelse av reglene for grensekryssende markedsføring etter AIF-loven kapittel 6 (DEL 4).

---

<sup>54</sup> FCA (2013) PERG 8.37 og PERG 16

<sup>55</sup> Finanstilsynet (2016) s. 7



## **2 MARKEDSFØRING ETTER AIF-LOVEN**

### **2.1 Regelverket for markedsføring av alternative investeringsfond**

AIF-loven har regler for markedsføring til profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer, i henholdsvis kapittel 6 og 7. Behovet for å ivareta hensynet til investorbeskyttelse er langt mer fremtredende ved markedsføring til ikke-profesjonelle investorer. Av den grunn har reglene i kapittel 7 en større grad av kompleksitet hva gjelder plikter og krav enn de reglene som retter seg mot markedsføring til profesjonelle investorer.

Forvalters adgang til å markedsføre et alternativt investeringsfond til ikke-profesjonelle investorer er etter § 7-1 forutsatt en markedsføringstillatelse. Kravet om markedsføringstillatelse er ment å sikre en forutgående kvalitetsvurdering av at Forvalteren er i stand til å etterfølge de kravene som følger av lovgivningen, og således verne investorenes interesser. Ved markedsføring til profesjonelle investorer anses derimot ikke hensynet til investorene som et beskyttelsesverdig hensyn i like stor grad. Dette fordi det er en antagelse om at slike investorer vil være i stand til å gjøre en mer inngående selvstendig vurdering. Det kreves dermed, som hovedregel, ikke markedsføringstillatelse for å markedsføre til profesjonelle investorer, men Forvalter skal likevel gi melding til Finanstilsynet i forkant av markedsføringen, jf. § 6-1.

Reglene om markedsføring i AIF-loven får først anvendelse dersom Forvalters aktivitet faller inn under markedsføringsbegrepet. Forvalter må følgelig gjøre en vurdering av hvorvidt dets aktiviteter er å anse som markedsføring i lovens forstand, og for oppgavens vedkommende vil dette gjennomgås i det følgende.

### **2.2 Markedsføringsbegrepet**

#### **2.2.1 Definisjonen av markedsføring i AIF-loven § 1-2 bokstav h)**

Markedsføring på generell basis forbindes gjerne med reklame, annonsering eller øvrig promotering i forbindelse med salg. Et særlig trekk ved markedsføring av investeringsmuligheter i et AIF er derimot at forhandlingen mellom Forvalter og potensielle investorer utgjør en del av markedsføringsprosessen. Markedsføring av alternative investeringsfond skiller seg således ved at den finner sted allerede før de endelig vilkårene og

materialet for produktet er ferdig utarbeidet.<sup>56</sup> Finanstilsynet har slått fast i rundskriv 11/2016 at markedsføringsbegrepet i AIF-loven favner bredere enn forståelsen av markedsføring i andre sammenhenger.<sup>57</sup> For å ivareta formålet om investorbeskyttelse omfatter følgelig definisjonen i AIF-loven § 1-2 bokstav h) mer enn bare de alminnelige markedsføringstiltakene. Etter definisjonsbestemmelsen skal markedsføring forstås som et:

”direkte eller indirekte tilbud om kjøp eller plassering av andeler i alternativt investeringsfond på forvalterens initiativ eller på vegne av forvalteren”.

Ordlydens definisjon tilsvarer direktivteksten,<sup>58</sup> hvor markedsføring defineres som en ”direct or indirect offering of placement at the initiative of the AIFM”.<sup>59</sup> De enkelte vilkårene av definisjonen i AIF-loven § 1-2 bokstav h) vil behandles i det følgende.

## 2.2.2 ”Direkte eller indirekte tilbud”

Et tilbud vil, etter ordlyden, forstås som at potensielle investorer gis mulighet til å kjøpe eller plassere andeler i det alternative investeringsfondet. Finanstilsynet har som nevnt lagt en vid tolkning av definisjonen til grunn. Det har blant annet blitt vist til at ”salgsrettede aktiviteter i form av for eksempel informasjonsmøter eller kundesamtaler, og annen form for informasjon som gis potensielle kunder forut for kundens investeringsbeslutning” skal anses som markedsføring.<sup>60</sup> Storbritannias tilsynsmyndighet, FCA, har, i relasjon til direktivfortolkningen, uttalt at

*”an offering or placement takes place for the purposes of the AIFMD UK regulation when a person seeks to raise capital by making a unit of share of an AIF available for purchase by a potential investor.”*<sup>61</sup>

Begrepene ”unit” og ”share” skal i denne sammenheng forstås som en generell betegnelse for alle ulike former for egenkapital.<sup>62</sup> Finanstilsynets tolkning av vilkåret ”tilbud” tilsvarer i stor grad ordlyden i AIF-loven. I forlengelsen av definisjonen impliserer derimot FCA at et tilbud kun foreligger dersom det gir mottaker anledning til å foreta en rettslig bindende investering.

---

<sup>56</sup> Arbeidsgruppen (2013) s. 81

<sup>57</sup> Finanstilsynet (2016) s. 5

<sup>58</sup> Prop. 77 L (2013-2014) s. 23

<sup>59</sup> Directive (EU) 2011/61 art. 4(1) (x)

<sup>60</sup> Finanstilsynet (2016) s. 5 og 6

<sup>61</sup> FCA (2013) PERG avsnitt 8.37.5

<sup>62</sup> FCA (2013) PERG avsnitt 8.37.8

Dette i kontrast til Finanstilsynets forståelse, som presiserer at generelle oppfordringer til å investere anses som markedsføring.<sup>63</sup> FCA sine uttalelser kan tas til inntekt for at slike invitasjoner og oppfordringer kun vil anses som et tilbud dersom det rent faktisk kan benyttes av investorene i forbindelse med tegning av andeler i fondet.<sup>64</sup>

EU har som målsetting å harmonisere regelverket i størst mulig grad, og det faktum at medlemslandenes kan ha ulik forståelse av enkelte vilkår var følgelig en av grunnene til vedtagelsen av det nevnte direktiv (EU) 2019/1160, som, i norsk rett, trer i kraft august 2021. I et forsøk på å skape en fellesforståelse av tilbudsvilkåret definerer direktivteksten hva som skal anses som såkalt ”pre-marketing”, og følgelig falle utenfor lovens anvendelsesområdet. Det vil redegjøres for den praktiske virkningen av denne endringen i punkt 2.3.2.

Ordlyden av vilkåret ”tilbud” må videre vurderes opp mot lovteksten for øvrig. Det fremgår av § 1-2 bokstav h) at et tilbud kan fremstilles enten ”direkte” eller ”indirekte”. Et direkte tilbud forekommer, etter ordlyden, når et spesifikt tilbud adresseres til en konkret krets av investorer. For at et tilbud skal anses som direkte må det følgelig ikke levnes noen tvil om hva som tilbys, og hvem tilbudet gjelder.

At også indirekte tilbud omfattes gir anvisning på at også annonseringer og oppfordringer om investeringsmulighet som ikke fremlegges på en konkret måte skal anses som markedsføring. Dette vil, etter ordlyden isolert, gjelde både der selve oppfordringen ikke gjelder en konkret investeringsmulighet og der annonseringen eller oppfordringen ikke adresseres til en bestemt krets av investorer. At mange AIF-er velger å ikke ha en hjemmeside er en klar indikasjon på at vilkåret tolkes stengt i praksis. Det er grunn til å tro at en slik form for kundekontakt som en hjemmeside utgjør vil anses som et indirekte tilbud, og således også markedsføring. Fraværet av hjemmesider blant alternative investeringsfond med Forvalter uten konsesjon kan i alle tilfeller indikere at en slik tolkning er lagt til grunn i praksis.

Like fullt vil ordlyden ”indirekte” kunne innebære at tilfeller der andre enn Forvalter selv fremstiller tilbudet skal anses som markedsføring. Det er begrenset med kilder som klarlegger hva som faktisk ligger i begrepet ”indirekte” utover ordlyden i seg selv. FCA har imidlertid uttalt at et vilkåret rammer tilfeller hvor Forvalter distribuerer en investeringsmulighet gjennom en form for formidlingskjede.<sup>65</sup> Uttalelsen kan tas til inntekt for at vilkåret

---

<sup>63</sup> Finanstilsynet (2016) s. 5

<sup>64</sup> FCA (2013) PERG avsnitt 8.37.6

<sup>65</sup> FCA (2013) PERG avsnitt 8.37.7

”indirekte” dermed er en henvisning til adressanten snarere enn gruppen adressater. At et tilbud som fremstilles ”indirekte” også anses som markedsføring gjenspeiler lovgivers ønske om et bredt anvendelsesområde, og således forhindre omgåelse av markedsføringsreglene i størst mulig grad.

### 2.2.3 ”På forvalterens initiativ eller på vegne av forvalteren”

For at et tilbud som fremsettes skal anses som markedsføring i AIF-lovens forstand stilles det videre et krav om at Forvalter kan identifiseres som tilbyder av det konkrete tilbudet.

Identifikasjonskravet vil enten være oppfylt der tilbudet er fremsatt ”på forvalters initiativ” eller av noen andre, men ”på vegne av forvalter”, jf. definisjonen av markedsføring i AIF-loven § 1-2 bokstav h).

Ordlyden ”på forvalters initiativ” kan ikke forstås som et krav om at Forvalter selv må frembringe tilbudet. Derimot kan det innfortolkes en forutsetning om at Forvalter i det minste må være en delaktig pådriver i forbindelse med det tilbudet investorene mottar. Dersom en investering forekommer utelukkende på kundens initiativ vil det altså per definisjon ikke anses som markedsføring.<sup>66</sup> Slike grensetilfeller vil bli belyst nærmere under punkt 2.3.3.

Alternativt vil et tilbud som fremsettes ”på vegne av forvalteren” også oppfylle kravet til identifikasjon og således omfattes av markedsføringsbegrepet, jf. § 1-2 bokstav h). Etter dette alternativet vil det motsetningsvis ikke foreligge et krav om at Forvalters aktivitet har direkte sammenheng med tegningen i fondet. Ordlyden ”på vegne av” forutsetter at tilbudet frembringes i kraft av Forvalters indirekte aksept, men stiller ingen krav til hvem som reelt fører tilbudet frem. Hva gjelder personkrets for øvrig kan det også nevnes at det ikke kun er tilbydersiden hvor personkretsen er ubetydelig. Finanstilsynet har uttalt at tilbud til nære slektninger samt allerede eksisterende eiere også vil anses som markedsføring i AIF-lovens forstand.<sup>67</sup> At en handling kan ligge innenfor markedsføringsbegrepet uten at det reelt sett er Forvalter som fremsetter tilbudet samsvarer med AIF-lovens regler om utkontraktering i § 3-5, som presiserer at Forvalter i alle tilfeller vil stå som ansvarlig utad.

---

<sup>66</sup> Finanstilsynet (2016) s. 5

<sup>67</sup> Finanstilsynet (2016) s. 6

## 2.3 Grensetilfeller av markedsføring

### 2.3.1 Medlemslandenes ulike tilnærming til markedsføringsbegrepet

Som vi har sett favner markedsføringsbegrepet vidt, hvilket er formålstjenlig i den forstand at investorvernet ivaretas gjennom den begrensede muligheten for omgåelse av reglene. På den andre siden innebærer det brede nedslagsfeltet en krevende avgrensning av definisjonens rekkevidde. Disse grensetilfellene, som springer ut av det vidtrekkende markedsføringsbegrepet, er fortsatt til dels uavklart, selv om EU til stadighet arbeider for å harmonisere reglene. Medlemsstatenes ulike tilnærming til markedsføringsbegrepet i AIFMD blir ansett som en av de største hindringene for å oppnå målet om et fullharmonisert og effektivt indre marked for kapitalforvaltning.<sup>68</sup> Det har i den sammenheng blitt knyttet flere spørsmål til rekkevidden av den aktivitet Forvalter kan utføre uten at det anses som markedsføring. Disse tilgrensende formene for markedsføring er gjenstand for nasjonal rett, men har så langt ikke vært regulert på EU-nivå. Jeg vil i det følgende se på to ulike situasjoner hvor EU har utarbeidet noen sikkerhetsventiler med formål om å begrense slike potensielle omgåelsesmuligheter.

### 2.3.2 "Pre-Marketing"

Et tilfelle som anses tilgrensende definisjonen av markedsføringsbegrepet er såkalt "pre-marketing". Dette er når Forvalter foretar en form for markedssondering uten tillatelse eller tilsyn i forbindelse med det aktuelle investeringstilbudet. Forvalter forsøker således, gjennom denne prosessen, å klargjøre interessen for produktet i forkant av fondsetableringen. Et spørsmål som, i den forbindelse, lenge har vært gjenstand for diskusjon er hvor langt Forvalter kan gå i sin aktivitet før det er markedsføring etter AIF-loven § 1-2 bokstav h). Dersom Forvalters aktivitet ikke utgjør markedsføring vil han heller ikke være underlagt de markedsføringsreglene som følger av AIF-loven.

Hva som skal anses som "pre-marketing" har tidligere vært opp til de nasjonale tilsynsmyndigheter å avgjøre. Dette har bidratt til en svært varierende markedsføringspraksis i de ulike medlemsstatene. Definisjonen og betingelse for "pre-marketing" har vært svært varierende, og enkelte medlemsland har ikke praktisert en slik adgang i det hele tatt.<sup>69</sup> I

---

<sup>68</sup> Kruhl og Johansen (2018) s. 4

<sup>69</sup> Directive (EU) 2019/1160 Preamble avsnitt 9

endringsdirektiv (EU) 2019/1160 ble det, som følge av den avvikende praksisen, vedtatt å revidere AIFMD med en legaldefinisjon av ”pre-marketing”. Endringen er et forsøk på å befeste et harmoniserende og sammenfallende regelverk på tvers av landegrensler.

Definisjonen, som inntas i artikkel 4 (1) i AIFMD med virkning fra 2. August 2021, lyder som følger:<sup>70</sup>

*”pre-marketing” means provision of information or communication, direct or indirect, on investment strategies or investment ideas by an EU AIFM or on its behalf, to potential professional investors domiciled or with a registered office in the Union in order to test their interest in an AIF or a compartment which is not yet established, or which is established, but not yet notified for marketing in accordance with Article 31 or 32, in that Member State where the potential investors are domiciled or have their registered office, and which in each case does not amount to an offer or placement to the potential investor to invest in the units or shares of that AIF or compartment”*

For at forvalters aktivitet skal anses som ”pre-marketing” i henhold til ordlyden i artikkel 4 (1) er det flere vilkår knyttet til aktiviteten som må være innfridd. For det første må informasjonen knytte seg til konkrete investeringsstrategier eller –ideer og bli gitt i salgøyemed, ved å sondere interessen hos potensielle profesjonelle investorer. Videre må informasjonen være gitt i forkant av fondsetablering og kan heller ikke hen vise til et allerede etablert fond.

Mest interessant er det imidlertid at ordlyden tydelig avgrenser fra å fremstille et ”offer or placement” til investorene, hvilket er i tråd med markedsføringsbegrepets terminologi.<sup>71</sup> Det avgjørende for hvorvidt Forvalters aktivitet skal anses som ”pre-marketing” eller markedsføring er, etter dette vilkåret, hvorvidt informasjonen som utdeles gir investorene en mulighet til å foreta en investeringsbeslutning.<sup>72</sup>

Endringsdirektivet forutsetter videre en rekke betingelser for å utføre ”pre-marketing” etter legaldefinisjonen. Det presiseres at ”pre-marketing” ikke skal forekomme dersom informasjonen som utgis til de aktuelle profesjonelle investorene:<sup>73</sup>

---

<sup>70</sup> Directive (EU) 2019/1160 art. 2 (1)

<sup>71</sup> Directive (EU) 2011/61 art. 4(1) (x)

<sup>72</sup> Schjødt (2019)

<sup>73</sup> Directive (EU) 2019/1160 art. 2 (2) / art. 30 a)

*”a) is sufficient to allow investors to commit to acquiring units or shares of a particular AIF;*

*(b) amounts to subscription forms or similar documents whether in a draft or a final form; or*

*(c) amounts to constitutional documents, a prospectus or offering documents of a not-yet-established AIF in a final form.”*

Av dette kan det også utledes at informasjonen ikke skal gi profesjonelle investorer en reell investeringsmulighet i et allerede etablert AIF. Det konstateres at ferdigstilte tilbuds- og tegningsdokumenter, samt øvrig informasjon tilstrekkelig til å foreta en investeringsbeslutning om å plassere kapital i fondet er grenseoverskridende for hva som skal anses som ”pre-marketing”. Det skilles videre mellom tegningsdokumenter og tilbudsdokumenter eller prospekter. Tegningsdokumenter vil verken kunne presenteres i endelig form eller som utkast, mens ordlyden åpner for at prospektet eller tilbudsdokument kan foreligge i utkastform under de angitte begrensningene.

Profesjonelle investorer skal således ikke kunne treffe en investeringsbeslutning basert på den informasjonen som presenteres av ”pre-marketing”-aktivitetene. Følgelig vil slike aktiviteter, etter direktivteksten, utgjøre markedsføring, hvilket i stor grad samsvarer med den nevnte tilnærmingen Finanstilsynet har lagt til grunn. Dette finner også støtte i direktivteksten, hvor det fremgår at utkast til prospekter eller tilbudsdokument, som utleveres i forbindelse med slik markedsføring ikke kan inneholde opplysninger tilstrekkelig for å treffe en investeringsbeslutning.<sup>74</sup>

Definisjonen av ”pre-marketing” vil bli implementert i norsk rett, men det er vanskelig å si noe sikkert om den konkrete utformingen i AIF-loven. Implikasjonene definisjonen medfører vil i stor grad avhenge av hvor strengt bestemmelsen blir tolket i praksis, herunder hvilke opplysninger et tilbudsmaterialet kan inneholde uten å gi tilstrekkelig informasjon til å treffe en investeringsbeslutning.<sup>75</sup> Slik ordlyden følger av endringsdirektivet kan det derimot virke som at definisjonen ikke er langt unna den tilnærmingen aktørene i Norge allerede praktiserer, sett i lys av det vide markedsføringsbegrepet i AIF-loven. Klargjøringen vil uansett ha

---

<sup>74</sup> Directive (EU) 2019/1160 art. 2 (2) / art. 30a

<sup>75</sup> Kruhl og Johansen (2018) s. 5

betydning for fremtidige fondsetableringer, og en mer uniform praksis kan kanskje også bidra til en høyere grad av grensekryssende markedsføring.

### 2.3.3 “Reverse Solicitation”

Et annet tilfelle, som grenser til hva som er markedsføring i AIF-lovens forstand er der en kunde, på eget initiativ, kontakter Forvalteren i forbindelse med en investering. Dette omtales gjerne som ”reverse solicitation”, ”passivt salg” eller ”first approach”.

Markedsføringsbegrepet i AIFMD forutsetter, som tidligere redegjort for, at tilbudet om tegning av andeler i fondet rettes mot investorene på Forvalters initiativ. Dersom en investor, på eget initiativ, henvender seg til Forvalter vedrørende en investering skal det per definisjon ikke anses som markedsføring. Dette har også Finanstilsynet lagt til grunn i rundskriv 11/2016.<sup>76</sup>

Det vil derimot betraktes som markedsføring i de tilfeller Forvalter, på noen som helst måte, har tatt kontakt med den aktuelle investoren i forkant av investeringsbeslutningen. For at et salg skal anses som ”reverse solicitation” er det krav om at hele prosessen utelukkende foregår på bakgrunn av kundens initiativ. Dersom en registrert Forvalter har noen form for involvering, utover å akseptere kundens tilbud om å tegne seg i fondet, vil det i utgangspunktet anses som et resultat av markedsføring.<sup>77</sup> Utførelsen av ”Pre-marketing”-aktiviteter vil av den grunn utelukke muligheten for å, på senere tidspunkt, påberope seg passiv markedsføring. Dette fordi ”pre-marketing” i seg selv er en aktivitet på Forvalters initiativ, og en slik kombinasjon vil gi anledning til en fullstendig omgåelse av markedsføringsreglene.<sup>78</sup>

Den usikre sonderingen hva gjelder grensen for når Forvalters aktivitet utgjør markedsføring i henhold til AIFMD er forsøkt harmonisert gjennom endringsdirektiv (EU) 2019/1160<sup>79</sup>

*”Any subscription by professional investors, within 18 months of the EU AIFM having begun pre-marketing, to units or shares of an AIF referred to in the information provided in the context of pre-marketing, or of an AIF established as a result of the pre-marketing, shall be considered to be the result of marketing”*

---

<sup>76</sup> Finanstilsynet (2016) s. 6

<sup>77</sup> Finanstilsynet (2016) s. 6

<sup>78</sup> Schjødt (2019)

<sup>79</sup> Directive (EU) 2019/1160 art. 2 (2) / art. 30a (2)



Bestemmelsen stadfester en 18 måneders-frist, hvor det slås fast at tegning av andeler i et AIF senere enn 18 måneder etter utførelsen av ”pre-marketing”-aktiviteter skal anses som et resultat av markedsføring. Dette innebærer en begrensning i adgangen til passive salg, og utgjør således en viktig praktisk implikasjon av endringsdirektivet.

Derimot er det, etter ordlyden, ikke lagt vekt på hvem ”pre-marketing”-aktivitetene har vært utført ovenfor. Direktivteksten kan enten tolkes som at salg, i etterkant av ”pre-marketing”, uansett vil være et resultat av markedsføring, uavhengig av om aktivitetene ble utøvd overfor de aktuelle investorene. Alternativt kan ordlyden tolkes slik at etterfølgende tegning kun anses som markedsføring, dersom de samme investorene som tegner har vært utsatt for markedssonderingen. Direktivets fortale viser til at ”any subscription by professional investors, within 18 months” etter ”pre-marketing” skal omfattes, uten å fastslå noen øvrige begrensninger hva gjelder vilkårets rekkevidde.<sup>80</sup> Det er dermed nærliggende å anta at det første tolkningsalternativet må legges til grunn.

Heller ikke den geografiske rekkevidden fremgår tydelig av ordlyden, men dette avhjelpes langt på vei av den videre direktivteksten. Det heter at Forvalter, senest to uker etter påbegynt ”pre-marketing” skal sende et ”informal letter” til sitt hjemlands kompetente myndighet, som informerer om hvilke medlemsstater ”pre-marketing” er utøvd, samt en beskrivelse av gjennomføringen.<sup>81</sup> Dersom en investor tegner andeler innenfor fristen på 18 måneder må det følgelig antas å være et resultat av markedsføring, så fremt investoren er hjemmehørende i det landet ”pre-marketing”-aktivitetene er utøvd. En slik slutning finner også støtte i fortalen til endringsdirektivet.<sup>82</sup>

#### 2.3.4 Oppsummering av markedsføringsbegrepet

Hva som skal anses som markedsføring etter AIF-loven er svært vidt definert. Det brede nedslagsfeltet har til hensikt å begrense omgåelsesmulighetene og således verne om de investorene med begrenset kunnskap og erfaring innenfor kapitalforvaltningsområdet.<sup>83</sup>

Markedsføringsbegrepets rekkevidde medfører en svært snever adgang for registrerte Forvalteres kundekontakt med ikke-profesjonelle investorer. Finanstilsynet har utdypet at aktiviteter som oppfordrer til investering, herunder eksempelvis informasjonsmøter og

---

<sup>80</sup> Directive (EU) 2019/1160 Preamble avsnitt 10

<sup>81</sup> Directive (EU) 2019/1160 art. 2 (2) / art. 30a (2)

<sup>82</sup> Directive (EU) 2019/1160 Preamble avsnitt 10

<sup>83</sup> Finanstilsynet (2016) s. 5

kundesamtaler rammes av definisjonen. Det er altså ikke en forutsetning at markedsføringen rettes mot en større krets av investorer.<sup>84</sup>

Legger man en streng tolkning, av den allerede vide definisjonen, til grunn, kan det hevdes at enhver opplysning som en registrert Forvalter gir til en ikke-profesjonell investor, om det aktuelle fondet, utelukker muligheten for et passivt salg. En slik tilnærming vil ha formodningen mot seg. Dette må særlig sees i lys av at flere AIF-er har en begrenset investorbasis, som kan inkludere venner og bekjente. I praksis vil det også være tilfeller der Forvalter sitt navn, og ikke fondet eller produktet som sådan, tiltrekker seg investorer.<sup>85</sup> I slike tilfeller vil det ofte ikke være nødvendig å drive reklame for å hente inn ny kapital.<sup>86</sup> Eksempelvis må det være anledning for en AIFM uten konsesjon til å snakke om virksomheten med venner eller tidligere kollegaer, uten at det skal anses som en oppfordring til å tegne andeler i fondet.

Såfremt registrert Forvalter holder seg innenfor rammene av lovverket skal det likevel svært mye til for at en ikke-profesjonell investor har tilstrekkelig informasjon til å treffe en investeringsbeslutning. Dersom slik informasjon er gjort tilgjengelig for en ikke-profesjonell investor vil det, satt på spissen, forutsette et brudd på markedsføringsforbudet fra Forvalters side. Dette knytter seg opp til den svært vide definisjonen av markedsføring etter AIF-loven. Finanstilsynet er også av den oppfatning at en slik forretningsmodell vanskelig vil la seg gjennomføre innenfor regelverket, og har lagt til grunn at passive salg derfor vil være lite utbredt i praksis.<sup>87</sup>

---

<sup>84</sup> Finanstilsynet (2016) s. 5

<sup>85</sup> Zetzsche (2015) s. 57

<sup>86</sup> E24 (2021)

<sup>87</sup> Finanstilsynet (2016) s. 6

## 3 INVESTORKLASSIFISERING

### 3.1 Regelverket for investorklassifisering

AIF-loven skiller mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer. Den konkrete klassifiseringen av hver enkelt investor har stor praktisk betydning ettersom en registrert Forvalter, uten konsesjon, ikke kan markedsføre et AIF til ikke-profesjonelle kunder.<sup>88</sup> I forkant av markedsføringen må Forvalter derfor ha klart for seg hvilken klassifisering den enkelte investor tilhører. Forvaltere må, av den grunn, ha tilfredsstillende systemer og retningslinjer for klassifiseringen, som sikrer ivaretagelse av investorvernet. Det regulatoriske skillet mellom de to gruppene er derfor helt sentralt for markedsføringsadgangen.

Definisjonen av en ikke-profesjonell investor er negativt avgrenset til å omfatte alle andre investorer enn profesjonelle, jf. AIF-loven § 1-2 bokstav l). AIF-loven definerer en profesjonell investor som en ”profesjonell kunde som nevnt i verdipapirforskriften § 10-2, eller kunde som behandles som profesjonell etter verdipapirforskriften §§ 10-4 og 10-5”.<sup>89</sup> Henvisningene er imidlertid ikke blitt oppdatert etter gjennomføringen av MiFID II i verdipapirhandeloven. Hvem som er en profesjonell investor fremgår nå av vphl. §§ 10-6 til 10-8.<sup>90</sup>

Vphl. § 10-6 regulerer hvilke investorer som automatisk skal klassifiseres som profesjonell. Bestemmelsen lister opp en rekke foretak, myndigheter og andre institusjonelle investorer som skal anses som profesjonelle aktører. Listen regnes som uttømmende, hvilket innebærer at enhver investor som ikke omfattes av bestemmelsen i utgangspunktet er å regne som ikke-profesjonell.<sup>91</sup> At slike investorer avgrenses negativt fra profesjonelle følger også av vphl. § 10-7 første ledd. Hvem som skal anses som en profesjonell investor etter verdipapirhandeloven § 10-6 vil behandles i det følgende.

### 3.2 Definisjonen av en profesjonell investor

Profesjonelle investorer kan, etter definisjonen, enten være det som omtales som kvalifiserte motparter eller andre store foretak som innfrir angitte vilkår for kvantitativ størrelse på foretaksnivå. Verdipapirhandeloven § 10-6 første ledd angir fire alternative vilkår for å bli

---

<sup>88</sup> AIF-loven § 7-1

<sup>89</sup> AIF-loven § 1-2 bokstav k)

<sup>90</sup> Lovvedtak 87 (2020-2021) avsnitt VI

<sup>91</sup> Ræder (2019)

klassifisert som en profesjonell investor. Investorene som omfattes av ett av de fire punktene i bestemmelsen skal anses som profesjonelle ”i relasjon til alle investeringstjenester, all investeringsvirksomhet og alle finansielle instrumenter”.<sup>92</sup>

### 3.2.1 Krav til virksomhet

Det første alternative kategorien, som følger av punkt 1, oppstiller to kumulative vilkår. For det første må foretaket ha fått tillatelse til eller være lovregulert for å utøve virksomhet på finansmarkedene i EØS eller tredjestat. Vilkåret er en anvisning til krav om konsesjon eller rett til å utøve finansiell virksomhet i henhold til lovgivningen. Ordlyden må videre forstås som at investorer med tillatelse til å drive virksomhet på de finansielle markedene skal anses som profesjonelle, uavhengig av produktet som er gjenstand for investering. Dette kan også leses av sammenhengen med den innledende ordlyden i vphl. § 10-6 første ledd om at den profesjonelle klassifiseringen gjelder ”alle investeringstjenester” og ”all investeringsvirksomhet”.

Det andre kumulative vilkåret i punkt 1 er at foretaket er å anse som, eller driver tilsvarende virksomhet som, en rekke opplistede foretaks- og institusjonstyper i bokstav a) til i). Her følger det av bokstav e) at ”innrettinger for kollektiv investering og forvaltningsselskaper for slike innrettinger” er ett av foretakstypene.

### 3.2.2 Krav til størrelse

Etter vphl. § 10-6 første ledd punkt 2 kan også investorer klassifiseres som profesjonell basert på foretakets kvantitative økonomiske størrelse. Det fremgår av bestemmelsen at ”store foretak” som oppfyller minimum to av tre krav til størrelse på foretaksnivå utgjør profesjonelle investorer. Kravet om at foretakene må være ”store” er et resultat av at alternativet i punkt 2 ellers ikke oppstiller noen forutsetning om virksomhetstype eller investeringsområde, slik de øvrige tre alternativene gjør. De tre størrelseskravene oppgis i euro og innebærer en a) regnskapsmessig balanse på minimum 20 000 000, b) årlig netto omsetning på minimum 40 000 000 og c) egenkapital på minimum 2 000 000. Det er altså tilstrekkelig at et foretak overstiger to av disse terskelverdiene for å skulle anses som en profesjonell investor.

---

<sup>92</sup> Verdipapirhandelloven § 10-6

### 3.2.3 Nasjonale og regionale myndigheter

Nasjonale og regionale myndigheter omfattes også av betegnelsen profesjonelle investorer. Dette inkluderer offentlige organer som forvalter offentlig gjeld, både på nasjonalt og regionalt plan samt sentralbanker og internasjonale og overnasjonale institusjoner.<sup>93</sup>

### 3.2.4 Øvrige institusjonelle investorer i finansiell sektor

Den fjerde kategorien som regnes for å være profesjonell investor i kapitalforvaltningsrettslig sammenheng er andre ”institusjonelle investorer” med ”hovedvirksomhet i å investere i finansielle instrumenter”. Dette punktet er ment å fange opp de foretakene som ikke omfattes av de statiske vilkårene i punkt 1 til 3, men som det likevel har formodningen mot seg at skal anses som ikke-profesjonelle.

Ordlyden ”institusjonelle investorer” tilsier foretak som forvalter større porteføljer på vegne av klienter. Typiske eksempler på dette vil være pensjonsfond, verdipapirfond og forsikringsselskaper<sup>94</sup>. Foretak som verdipapirfond og forsikringsselskaper rammes imidlertid av henholdsvis bokstav b) og c) i punkt 1 i vphl. § 10-6 først ledd, hvilket må tas til inntekt for at ”institusjonelle investorer” i punkt 4 er ment å favne bredere. Vilåret ”institusjonelle investorer” må videre sees i sammenheng med kravet om ”hovedvirksomhet å investere i finansielle instrumenter”. Definisjonen av ”finansielle instrumenter” fremgår av vphl. § 2-2, og kan sammenfattes til å kort fortalt omfatte omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler, pengemarkedsinstrumenter og derivater.<sup>95</sup>

De to vilkårene i punkt 4 finner derimot ingen nærmere veiledning i verken forarbeidene eller notatet fra Arbeidsgruppen. Finansdepartementet har derfor, etter anmodning, redegjort for deres oppfatning av ordlyden i et brev til advokatfirmaet Wiersholm.<sup>96</sup> Det fremgår av brevet at det i første omgang kun er juridiske personer som omfattes av vilåret ”institusjonell investor”.<sup>97</sup> Sammenheng i lovgivningen taler også for at vilåret ikke kan omfatte andre rettssubjekter enn juridiske personer med en viss grad av organisering og størrelse.<sup>98</sup>

---

<sup>93</sup> Verdipapirhandelloven § 10-6 første ledd punkt 3

<sup>94</sup> Finanstilsynet (2016) s. 4

<sup>95</sup> Prop. 77 L (2017-2018) s. 21

<sup>96</sup> Brev Finansdepartementet (2008)

<sup>97</sup> Brev Finansdepartementet (2008) s. 3

<sup>98</sup> Verdipapirhandelloven § 10-6 første ledd punkt 1 til 3 forutsetter at en profesjonell investor ikke er en fysisk person

Videre må vilkåret ”institusjonell investor”, etter Finansdepartementets syn, forutsette noe mer kvalitativt enn et krav til investeringsvirksomhetens formalisering. Det har formodningen mot seg at en investor skal anses som profesjonell alene fordi personen stifter et aksjeselskap med tilstrekkelig aksjekapital og et vedtektsfestet formål å drive investeringsvirksomhet. En slik ordning vil uthule reglene om omklassifisering i vphl. §§ 10-7 og 10-8.<sup>99</sup>

At hovedvirksomheten må være investeringer i finansielle instrumenter avgrenser, etter ordlyden, fra ren næringsvirksomhet. Derimot åpner den for næringsvirksomhet i kombinasjon med investeringsvirksomhet, under forutsetning av at investeringsandelen utgjør den bærende andelen. Finansdepartementet er også, i henhold til det nevnte brevet, av den oppfatning at investorer kan drive annen type virksomhet såfremt den er klart underordnet investeringsvirksomheten.<sup>100</sup>

### **3.3 Omklassifisering fra ikke-profesjonell til profesjonell investor**

Som nevnt vil ikke-profesjonelle investorer være alle investorer som ikke anses som profesjonelle etter vphl. § 10-6, jf. vphl. § 10-7 og AIF-loven § 2-2 bokstav l). En ikke-profesjonell investor har en særlig grad av beskyttelse etter verdipapirhandeloven og AIF-loven. Det stilles blant annet krav til forutgående egnethetstesting og tilgjengelig og tydelig nøkkelinformasjon, som gir investoren et tilstrekkelig investeringsgrunnlag. I tillegg vil Forvalter i visse tilfeller måtte tilpasse ikke-profesjonelle investorer sine individuelle behov og fraråde en investeringsbeslutning dersom hensynet til investorbeskyttelse skulle tilsi det. Motsetningsvis forutsettes det at profesjonelle investorer har tilstrekkelig kunnskap til å, på egen hånd, kunne vurdere hvorvidt en investering er formålstjenlig, og i den forbindelse selv innhente tilstrekkelig informasjon for å ivareta egne interesser.

Likevel er det visse fordeler ved å klassifiseres som profesjonell investor. For det første kan størrelsen på profesjonelle investorers forvaltningskapital og mangfoldige portefølje medføre en betydelig innflytelse på det konkrete marked og således også på soliditeten til enkeltbedriftene. Mer interessant er det at profesjonelle investorer kan få tilbud om priser og produkter som ikke er allment tilgjengelig. Det reduserte omfanget av Forvalters forpliktelser ved markedsføring av investeringsprodukter til profesjonelle investorer gjør prosessen i forbindelse med slike transaksjoner mindre omstendelige. Den forenklete prosessen det

---

<sup>99</sup> Brev Finansdepartementet (2008) s. 2

<sup>100</sup> Brev Finansdepartementet (2008) s. 1

medfører å handle med en profesjonell investor vil innebære en forskjell i det produktspekteret som tilbys til henholdsvis profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer.

Av Arbeidsgruppens vurdering fremgår det i forarbeidene at ”de mest profesjonelle forvaltere av alternative investeringsfond kun retter seg mot profesjonelle kunder, og at de som ikke klarer å reise kapital innenfor det profesjonelle markedet retter seg mot ikke-profesjonelle kunder. Markedsføring mot småsparere krever et fordyrende distribusjonsapparat. Dette kan føre til at det er produkt med dårligere egenskaper som markedsføres mot det ikke-profesjonelle markedet.”<sup>101</sup>

På grunn av at profesjonelle investorer gjerne har tilgang til flere, og i noen tilfeller mer profiterbare, investeringsprodukter hender det at ikke-profesjonelle investorer anmoder om å bli behandlet som profesjonell. Etter gjennomføringen av MiFID II i verdipapirhandelloven er det adgang til å be om slik omklassifisering. Dette følger av vphl. § 10-7 andre ledd, hvor det heter at:

”en ikke-profesjonell kunde kan be om å bli behandlet som en profesjonell kunde dersom minst to av følgende kriterier er oppfylt:

1. kunden har foretatt transaksjoner av betydelig størrelse på det relevante marked gjennomsnittlig ti ganger per kvartal i de foregående fire kvartaler,
2. størrelsen på kundens finansielle portefølje (kontantbeholdning og finansielle instrumenter)<sup>1</sup> overstiger et beløp i norske kroner som svarer til 500 000 euro,
3. kunden arbeider eller har arbeidet innen finansiell sektor i minst ett år i stilling som krever kunnskap om de relevante transaksjoner eller investeringstjenester”<sup>102</sup>

Vilkårene i punkt 1 til 3 vil behandles i det følgende. Det kan for ordens skyld også nevnes at profesjonelle investorer kan anmode om å bli behandlet som ikke-profesjonell. Adgangen følger av vphl. § 10-6 tredje ledd og forutsetter fondets skriftlige samtykke. En slik omklassifisering er imidlertid langt mindre praktisk og vil ikke bli redegjort for nærmere.

---

<sup>101</sup> Prop. 77 L (2013-2014) s. 86

<sup>102</sup> Verdipapirhandelloven § 10-7 andre ledd

### 3.3.1 Krav til transaksjoner av betydelig størrelse på det relevante marked

Et av de tre alternative vilkårene er at investoren må ha foretatt transaksjoner av ”betydelig størrelse” på ”det relevante marked” gjennomsnittlig ti ganger per kvartal det siste året. At transaksjonene må være av ”betydelig størrelse” kan, etter ordlyden isolert sett, tolkes som et relativt strengt krav til minstebeløpet av hver enkelt transaksjon. Forarbeidene gir ingen veiledning på hvilken størrelsesorden som skal legges til grunn.

Vilkåret må derimot sees i sammenheng med kravet til minst ti investeringer per kvartal siste året. Dersom det i tillegg oppstilles en høy terskel for størrelsen på hver enkelt transaksjon vil kravet fremstå som svært urealistisk. Dette gjelder i alle tilfeller på ”det relevante marked” for alternative investeringsfond. Likviditeten til fondsandeler kan ikke sammenlignes med øvrig omsetningsadgang i markedet.

Uansett hvilken størrelsesorden man legger til grunn kan det hevdes at kravet til minst ti investeringer i kvartalet har liten sammenheng med de reelle kriteriene som definerer en profesjonell investor. Selv om et høyt antall transaksjoner kan gi bedre forståelse av markedet, har det formodningen mot seg å forutsette at det vil gi et bedre kompetansegrunnlag å ha over 40 investeringer i året. Dette må også sees i lys av dagens teknologi, som gjør det mulig å ”trade” aksjer hyppig uten noen spesiell baktanke rundt investeringene. Det kan også trekkes frem at en rekke AIF-er ønsker å tiltrekke seg langsiktete investorer. Jevnlige transaksjoner kan gi økt erfaring i markedet, men ikke nødvendigvis erfaring med risikoen ved en langsiktig investeringshorisont. Et annet aspekt er at de investorene som faktisk oppfyller det strenge transaksjonskravet ofte ikke har interesse av slike investeringer, noe som ikke bygger opp under formålet til et langsiktig investeringsfond.

Det kan virke som at dette er et problem myndighetene ikke har tenkt tilstrekkelig gjennom. Vilkåret fremstår som lite relevant ved omklassifiseringen av en ikke-profesjonell investor, og vil nok, for en del AIF-er, være lite hensiktsmessig å anvende. Dette fordi kravene i utgangspunktet retter seg mot ”tradere” og ikke slike investorer AIF-er med langtidsperspektiv ønsker å innhente kapital fra. Måten det oppfordres til et høyt antall kvartalsmessige transaksjoner fremstår derfor som svært uheldig. Argentum og kapitalforvalterforeningen har også uttrykt skepsis til et slikt skille mellom profesjonell og ikke-profesjonell. Det fremheves at markedsføringsadgangen til ikke-profesjonelle kun burde



bero på et krav til minstetegning.<sup>103</sup> Etter dette må det kunne legges til grunn at kravet i vphl. § 10-7 andre ledd punkt 1 er lite treffende for vurderingen av profesjonalitetsgraden i tilknytning til investeringer i alternative investeringsfond.

### 3.3.2 Krav til størrelse på finansiell portefølje

Det stilles også krav til at den finansielle porteføljen må overstige 500 000 euro. Størrelseskravet er, i motsetning til transaksjonskravet i punkt 1 og 3, et enkelt målbart kriteriet. Den finansielle porteføljen består av kontantbeholdning samt finansielle instrumenter.<sup>104</sup> Følgelig vil også investorenes gjeld måtte tas i betraktning i hvert enkelt tilfelle.

Vilkåret stiller ingen krav til hvilket marked investeringsporteføljen er tilknyttet og avgrensers således heller ikke hvor langt avkallet av investorbeskyttelsen strekker seg. Dette avhjelpest imidlertid av at omklassifisering krever oppfyllelse av to av de tre vilkårene i tillegg til prosedyrekravene som fremgår av vphl. § 10-8. Disse vil behandles under punkt 3.4.

### 3.3.3 Krav til arbeidserfaring i finansiell sektor

Det siste vilkåret stiller krav til at investoren ”arbeider eller har arbeidet innen finansiell sektor i minst ett år i stilling som krever kunnskap om de relevante transaksjoner eller investeringstjenester.” Følgelig må investoren ha minimum ett års relevant arbeidserfaring. Bestemmelsen er likevel gjenstand for visse uklarheter. For det første er det, etter ordlyden, uten betydning hvor lenge siden den relevante erfaringen ble oppnådd, jf. ”har arbeidet”. Det kan tenkes at et års relevant arbeidserfaring uansett tidsperiode vil gjøre investoren skikket til å få status som profesjonell, men det har likevel formodningen mot seg å sidestille erfaringen uavhengig av tidspunktet.

Videre er det et vilkår at erfaringen må stamme fra finansiell sektor, i stilling som krever kunnskap om de relevante transaksjoner . Ordlyden ”finansiell sektor” favner vidt, og avgrenses således av kravet til ”stilling som krever kunnskap om de relevante transaksjoner eller investeringstjenester”. Rekkevidden av denne begrensningen kan derimot være problematisk å fastsette i praksis.

---

<sup>103</sup> Prop. 77 L (2013-2014) s. 87

<sup>104</sup> Finansielle instrumenter er definert i vphl. § 2-2, slik det er beskrevet tidligere i oppgaven.

For eksempel må det forutsettes at en finansdirektør i et større investeringsselskap har god kjennskap til det finansielle markedet, og har satt seg inn i relevante direktiver og lignende. Likevel har ikke vedkommende nødvendigvis, i sin ”stilling”, hatt en avgjørende rolle ved ”relevante transaksjoner og investeringstjenester”. Det fremstår således uklart om det er tilstrekkelig å ha arbeidet innenfor finansbransjen i ett år, eller om stillingen krever en særlig tilknytning til transaksjoner og investeringer for å kvalifisere som profesjonell investor. En annen type erfaring som kan medføre et tilsvarende uklart grensetilfelle vil være stilling som styrevert i et eller flere investeringsselskap. Slike verv vil i mange tilfeller innebære en svært liten grad av aktivitet, men erfaringen er likevel innenfor den finansielle sektoren.

Investeringsbanken Njord Securities har i et informasjonsdokument om kundeklassifisering tolket ordlyden av ”finansiell sektor” til å ikke bare gjelde de som har jobbet i finansnæringen. Etter deres oppfatning må vilkåret vurderes opp mot de konkrete arbeidsoppgavene og i hvilken grad personen, i kraft av sin erfaring, har ”kjennskap til de påtenkte transaksjoner eller tjenester”.<sup>105</sup> I praksis kan det således tenkes at erfaring fra eksempelvis økonomisk og juridisk avdeling ofte medfører dekkende kompetanse, mens spesielle støttefunksjoner faller utenfor. Andre forhold, som for eksempel størrelsen på selskapet man har oppnådd erfaringen fra kan også være av betydning. I et lite selskap vil gjerne den samme stillingen dekke et bredere ansvarsområde enn i et større. Det avgjørende er uansett å avdekke hvorvidt vedkommende forstår hva investeringen innebærer. Investoren som anmoder om omklassifisering må altså forstå omfanget av det vernet de frasier seg, og risikoen dette medfører. Vilrådets utforming vil, i praksis, derfor gjerne medføre en utstrakt bruk av skjønn.

### **3.4 Prosedyren ved omklassifisering**

Registrerte Forvaltere er ikke omfattet av verdipapirhandelloven, og følgelig heller ikke omfattet av kravene til prosedyre ved omklassifisering av en investor. En registrert Forvalter kan som utgangspunkt derfor ikke omklassifisere ikke-profesjonelle investorer, med mindre virksomheten også har konsesjon som verdipapirforetak. Vppl. § 10-8 oppstiller en rekke krav til prosedyren i tilfeller der en ikke-profesjonell investor gir avkall på sitt vern i kraft av sin status. Det fremgår av første ledd at investoren skal gi skriftlig meddelelse om sitt avkall til verdipapirforetaket.

---

<sup>105</sup> Informasjon innhentet fra Njord Securities sitt informasjonsdokument om *kundeklassifisering* pkt. 6.3 <https://njordsecurities.no/kundeklassifisering>

Ved anmodning om omklassifisering etter vphl. § 10-7 andre ledd skal rekkevidden av oppgivelsen av investorvernet spesifiseres. Dette innebærer en konkretisering av hvorvidt avkallet gjelder generelt eller kun i tilknytning til en investeringstjeneste, transaksjon eller produkt.<sup>106</sup> Omklassifisering av status til profesjonell krever også en erklæring om at vedkommende er kjent med følgene av å miste investorvernet man har som ikke-profesjonell. Investoren må i tillegg kunne redegjøre for at de absolutte kravene i vphl. § 10-7 andre ledd er oppfylt, jf. vphl. § 10-8 andre ledd.

Utover de formelle kravene skal anmodningen også kun etterkommes dersom det ”med rimelig sikkerhet” kan fastslås at investoren har ”den nødvendige erfaring, kunnskap og ekspertise til å fatte investeringsbeslutninger i relasjon til relevante investeringstjenester, finansielle instrumenter eller transaksjoner og forstår risikoen forbundet med disse”, jf. vphl. § 10-8 tredje ledd. Vurderingen av investorenes ekspertise, erfaring og kunnskap må således sees i sammenheng med den aktuelle tjenesten eller produktet som tilbys. Selv om en investor har tilstrekkelig med kunnskap og ekspertise om aksjer betyr ikke dette nødvendigvis at vedkommende, i praksis, oppfyller kravene hva gjelder investering i for eksempel derivater.<sup>107</sup>

I motsetning til de, i utgangspunktet, kvantitative kravene i vphl. § 10-7 andre ledd beror oppfyllelsen av vilkåret ”rimelig sikkerhet” på en skjønnsmessig vurdering. Vilkaeret skal sikre en forsvarlig prosess i forbindelse med omklassifisering. Det er avgjørende at investoren som anmoder om opp-klassifisering forstår hvilken risiko det utgjør å frasi seg vernet som ikke-profesjonell. For enkelte fond kan det, som tidligere nevnt, både være kostnads- og tidsbesparende at aktuelle investorer opp-klassifiseres. Dette kommer av at markedsføring mot ikke-profesjonelle kunder er underlagt en vesentlig mindre omfattende informasjons- og omsorgsplikt.<sup>108</sup> Det er derfor lite formålstjenlig, hva gjelder hensynet til investorbeskyttelse, dersom fondet skal kunne vurdere investorenes omklassifisering. At en omklassifisering, i enkelte tilfeller, kan være i begge parters interesse vil kunne skape en interessekonflikt. Investorenes ønske om omklassifisering ville i slike tilfeller kunne gått på bekostning av det reelle behovet for investorvern.

Ved omklassifisering etter vphl. §§ 10-6 til 10-8 må det kunne dokumenteres at samtlige vilkår for omklassifisering er oppfylt. Dersom korrekt klassifisering ikke kan dokumenteres

---

<sup>106</sup> Verdipapirhandelloven § 10-8 første ledd

<sup>107</sup> Eksempel innhentet fra Njord Securities sitt informasjonsdokument om *kundeklassifisering* pkt. 6.3

<https://njordsecurities.no/kundeklassifisering>

<sup>108</sup> AIF-loven § 1-4 første og sjette ledd

vil det legges til grunn at vedkommende er ikke-profesjonell.<sup>109</sup> Dokumentasjonskravet vil også gjelde i forbindelse med initieringen til anmodningen om omklassifisering. Det må derfor kunne dokumenteres at kunden tok kontakt i første instans, og videre anmodet om omklassifisering uten noe press som sådan. I praksis vil dette typisk løses ved at kunden får tilstrekkelig tid til å, på egen hånd, vurdere et eventuelt avkall av investorbeskyttelsen. AIF-et vil da kunne dokumentere at skjemaet ikke er fylt ut og signert i forbindelse med et kundemøtet.

### **3.5 Markedsføringsbegrensning med hensyn til ikke-profesjonelle investorer**

Som tidligere redegjort for kan et AIF med Forvalter uten konsesjon kun markedsføres til profesjonelle investorer. En interessant problemstilling er om profesjonelle investorer i denne sammenheng kun skal forstås som de investorene som automatisk kvalifiserer som profesjonell (vphl. § 10-6) eller om det også omfatter ikke-profesjonelle investorer som anmoder eller har anmodet om opp-klassifisering (vphl. § 10-7 (2)). I rundskriv 11/2016 heter det at ”dersom en registrert Forvalter aksepterer en anmodning fra en ikke-profesjonell kunde om å bli behandlet som profesjonell, må Forvalter dokumentere at vilkårene for omklassifiseringen er oppfylt”<sup>110</sup>. Med dette kan det hevdes at Finanstilsynet langt på vei antyder en viss adgang for registrerte Forvaltere til å foreta omklassifisering.

Den vide definisjonen av markedsføring vil innebære at nærmest enhver form for kontakt mellom en registrert Forvalter og en ikke-profesjonell investor innebærer et brudd på markedsføringsforbudet. Det kan dermed stilles spørsmål til hvordan en ikke-profesjonell investor i praksis kan omklassifiseres med sikte på investering i et AIF forvaltet av en registrert Forvalter. Et nyhetsbrev, som advokatfirmaet BAHR publiserte i februar 2021, adresserte problemstillingen, og gjorde Finanstilsynet oppmerksom på en varierende praksis blant bransjeaktørene.<sup>111</sup> Det er blant annet et spørsmål om i hvilken utstrekning AIF-loven § 1-2 bokstav k) sin henvisning til § 10-8, som regulerer adgangen til å omklassifisere investorer, innebærer en markedsføringsadgang til andre enn de som kvalifiserer til profesjonell status etter vphl. § 10-6.

---

<sup>109</sup> Finanstilsynet (2016) s. 5

<sup>110</sup> Finanstilsynet (2016) s. 7

<sup>111</sup> BAHR (2021)

Finanstilsynet sendte i mai 2021 et brev til BAHR i et forsøk på å oppklare deler av utvetydighetene.<sup>112</sup> I brevet legger Finanstilsynet til grunn at ”alternative investeringsfond forvaltet av registrerte AIF-forvaltere bare kan markedsføres til profesjonelle kunder som oppfyller vilkårene i § 10-6, eller til kunder som allerede er omklassifisert til profesjonelle etter reglene i vphl. § 10-8 og 10-7 annet ledd”.<sup>113</sup> Adgangen for en registrert AIFM til å omklassifisere, som det kan hevdes at rundskriv 11/2016 åpner for, avfeies dermed i stor grad av uttalelsen i brevet. Finanstilsynet forutsetter således at investorene allerede er klassifisert som profesjonell i forkant av markedsføringen. Som tidligere redegjort for anser Finanstilsynet også adgangen for et passivt salg, i denne sammenheng, som svært begrenset.<sup>114</sup> Dette vil innebære at reglene ikke kan tolkes utvidende til å åpne for markedsføring til ikke-profesjonelle investorer som har rett til å bli omklassifisert. En slik praksis vil være i strid med lovens bærende formål om å beskytte ikke-profesjonelle investorer.<sup>115</sup>

For å markedsføre et AIF, med en registrert Forvalter, til en allerede opp-klassifisert investor er det en forutsetning at fondet ligger innenfor rammene av det avkallet investoren har gitt. Det må antas at registrerte Forvaltere ikke kan basere egen markedsføring på omklassifisering gjennomført i en annen sammenheng. Markedsføringen til en omklassifisert investor kan følgelig kun forekomme dersom tilbudet omfattes av kundens avkall, samtidig som det er i overensstemmelsen med verdipapirforetaket som har omklassifisert kunden.<sup>116</sup>

I et samfunnsøkonomisk perspektiv er det uheldig at grensedragningen ved vilkårene for omklassifisering fremstår som uklare i praksis. Dette må særlig sees i lys av at Finanstilsynet ser svært alvorlig på brudd på markedsføringsforbudet. I frykt for å handle i strid med de uklare rettsreglene vil Forvalter derfor, i visse grensetilfeller, velge å avvente tilsyn før man med sikkerhet kan tilby en investor å tegne andeler i fondet. En slik praksis er lite hensiktsmessig, da man går glipp av store mengder verdiskapning. Et eventuelt brudd på markedsføringsforbudet vil innebære ulovlig drift, og dersom overtredelse avdekkes vil det kunne medføre stans av virksomheten i henhold til Finanstilsynsloven § 4 bokstav a). AIF-ene kan videre måtte utpeke ny Forvalter, da et eventuelt brudd kan medføre sletting fra

---

<sup>112</sup> Brev Finanstilsynet (2021)

<sup>113</sup> Brev Finanstilsynet (2021) s. 2

<sup>114</sup> Finanstilsynet (2016) s. 6

<sup>115</sup> Brev Finanstilsynet (2021) s. 3

<sup>116</sup> Brev Finanstilsynet (2021) s. 3

forvalterregisteret.<sup>117</sup> Det som, for noen, vil oppleves som den mest disiplinerte konsekvensen ved brudd på markedsføringsforbudet vil derimot være den svekkede tilliten blant investorene. På lang sikt vil dette kunne få fatale konsekvenser i et generelt tillitsbasert marked.

### 3.6 Oppsummering av investorklassifisering

Det må kunne anføres at de absolutte kravene for omklassifisering etter vphl. § 10-7 andre ledd har liten tilknytning til hva som reelt sett skiller en profesjonell investor fra en ikke-profesjonell. Det strenge transaksjonskravet fremstår som ubalansert og lite formålstjenlig, da det på mange måter oppfordrer investorer til ”trading”. Det er grunn til å tro at få investorer som anmoder om omklassifisering oppfyller dette vilkåret, da det er svært lite anvendelig i forbindelse med omklassifisering ved investering i et alternativt investeringsfond. Videre vil det uklare kravet til relevant arbeidserfaring innebære en utstrakt bruk av skjønn i forbindelse med omklassifiseringen. Dette kan skape en uheldig interessekonflikt i de tilfeller både investor og AIF-et har interesse av en opp-klassifisering. Etter dette må det kunne anføres at vilkårene for å få status som profesjonell investor har liten tilknytning til hva som reelt sett skiller en profesjonell investor fra en ikke-profesjonell.

Uttalelsene i rundskriv 11/2016 kan tolkes som at Finanstilsynet åpner for at registrerte Forvaltere kan akseptere anmodning om omklassifisering. Utvetydigheten kan skape en varierende bransjepraksis, som er uheldig av forutberegnelighets- og konkurransemessige hensyn. Finanstilsynet gjennomførte i 2016 et tematisyn som avdekket flere tilfeller av ikke-profesjonelle investorer som andelseiere i fond med Forvalter uten konsesjon.<sup>118</sup> Slike brudd på markedsføringsforbudet er svært lite formålstjenlig med tanke på formålet om å beskytte ikke-profesjonelle investorer, da disse gjerne vil ha begrenset kunnskap og erfaring med markedet. Det foreligger således et behov for å harmonisere praktiseringen av markedsføringsforbudet, ved å oppklare en rekke grensetilfeller. Brevet som Finanstilsynet sendte ut i mai 2021 er en indikasjon på at myndighetene deler denne oppfatningen.<sup>119</sup>

---

<sup>117</sup> Finanstilsynet (2016) s. 7

<sup>118</sup> Finanstilsynet (2016) s. 6

<sup>119</sup> Brev Finanstilsynet (2021) s. 4

## 4 GRENSEKRYSSENDE MARKEDSFØRING TIL PROFESJONELLE INVESTORER

### 4.1 Markedsføring av alternative investeringsfond til profesjonelle investorer i Norge

AIF-loven § 1-4 unntar, som nevnt, forvaltere av alternative investeringsfond med samlet forvaltningskapital under visse terskelverdier fra store deler av AIF-loven. Registrerte Forvaltere kan derimot søke om tillatelse etter AIF-loven § 2-2 og vil da blant annet være underlagt reglene for markedsføring til profesjonelle investorer etter AIF-loven kapittel 6. Med en slik tillatelse vil Forvalter også kunne benytte seg av de rettighetene som følger av loven, herunder rett til markedsføring av alternative investeringsfond innenfor hele EØS.<sup>120</sup>

Markedsføring av fond til ikke-profesjonelle investorer krever en særskilt markedsføringstillatelse etter nærmere regler i AIF-loven § 7-1. Det stilles blant annet en rekke krav til innholdet i søknaden, slik som nøkkelinformasjon etter AIF-loven § 7-2 og krav om egnethetsvurdering av investoren for opprettholdelse av god forretningsskikk, jf. AIF-loven § 7-3. På samme måte er heller ikke forvaltningsadgangen etter AIF-loven § 2-2 tilstrekkelig for å markedsføre alternative investeringsfond til profesjonelle investorer. Oppgaven skal nå redegjøre for de kravene AIF-loven oppstiller til markedsføring på tvers av landegrenser.

#### 4.1.1 Markedsføring i Norge hvor AIF og AIFM er etablert i EØS

For å markedsføre alternative investeringsfond etablert i EØS til profesjonelle investorer i Norge kreves det konsesjon etter AIF-loven § 2-2, og det må sendes særskilt melding til Finanstilsynet. Kravet til innhold i meldingen følger av AIF-loven § 6-1 første ledd. Av bestemmelsen fremgår det at meldingen blant annet skal inneholde en ”virksomhetsplan som identifiserer fondet og angir i hvilken stat fondet skal etableres”. En virksomhetsplan som identifiserer fondet innebærer opplysninger om fondets vedtekter, stiftelsesdokumenter og angivelse av fondets depotmottaker.<sup>121</sup> Det strenge innholdskravet forutsetter således at en rekke fondsmaterialer er ferdig utarbeidet i forkant av markedsføringen. Som nevnt er derimot

---

<sup>120</sup> Finanstilsynet, 21.03.2017

<sup>121</sup> Prop 77 L (2013-2014) s. 76

forhandlingsprosessen en del av markedsføringen av alternative investeringsfond. Norsk Venturekapitalforening har i den forbindelse anført at de strenge kravene til innhold i meldingen gjør det nærmest praktisk umulig å gjennomføre markedsføringen, særlig hva gjelder aktive eierfond.<sup>122</sup> Blant annet har det blitt pekt på at et krav om endelige vedtekter og stiftelsesdokumenter vil svekke forhandlingsmulighetene og i siste instans tilgjengeligheten av risikokapital for norske bedrifter. Finanstilsynets praksis må danne grunnlaget for tolkningen av kravet, hva gjelder fleksibiliteten til kravet om dokumenters utferdigelse.<sup>123</sup>

Meldingen skal videre inneholde den informasjonen om fondet som er tilgjengelig for investorene, samt en angivelse av eventuelle tiltak for å hindre markedsføring til ikke-profesjonelle investorer.<sup>124</sup> Hvis det skulle oppstå vesentlige endringer i de nevnte opplysningene skal dette informeres om til Finanstilsynet etter bestemmelsens tredje ledd. Dersom fondet som ønskes markedsført er et tilføringsfond må mottakerfondet og mottakerfondets Forvalter være etablert i en EØS-stat, jf. AIF-loven § 6-1 fjerde ledd. Et fond egnet for profesjonelle investorer, kan være uegnet for ikke-profesjonelles investering gjennom et tilføringsfond.<sup>125</sup> Det er dermed lagt til grunn at mottakerfondet må oppfylle tilsvarende øvrige krav etter bestemmelsen.<sup>126</sup> »

Finanstilsynet skal underrette Forvalteren innen 20 dager virkedager etter mottatt melding om fondet kan markedsføres i Norge, og det er kun lovstridig virksomhet som gir adgang til markedsføringsnekt, jf. AIF-loven § 6-1 andre ledd. Tidsfristen skal forstås slik at Forvalter har rett til å starte markedsføring etter 20 virkedager, eller ved mottatt bekreftelse.<sup>127</sup> Dette i kontrast til tidsperspektivet ved søknad etter AIF-loven § 7-1 om markedsføringstillatelse til ikke-profesjonelle, som kan ta flere måneder. At saksbehandlingen ved etablering av fond rettet mot ikke-profesjonelle er mer omfattende og tar lengre tid kan bidra til at flere fond kun markedsfører mot profesjonelle investorer. Dette gjelder særlig tilfeller hvor det haster å få markedsført et spesielt produkt.

Tilsvarende kravet i AIF-loven § 6-1 vil en Forvalter med konsesjon, etablert i en annen EØS-stat, kunne markedsføre til profesjonelle investorer i Norge fra det tidspunkt

---

<sup>122</sup> Prop 77 L (2013-2014) s. 77

<sup>123</sup> Prop 77 L (2013-2014) s. 77

<sup>124</sup> AIF-loven § 6-1 første ledd bokstav b) og c)

<sup>125</sup> Finanstilsynet 14.10.2019

<sup>126</sup> Arbeidsgruppen (2013) s. 81

<sup>127</sup> Arbeidsgruppen (2013) s. 81



”tilsynsmyndighetene i Forvalterens hjemstat har underrettet Forvalteren om at melding om markedsføring er sent til Finanstilsynet”, jf. AIF-loven § 6-3.

#### 4.1.2 Markedsføring i Norge hvor AIF eller AIFM er etablert utenfor EØS

AIF-loven åpner for at alternative investeringsfond etablert utenfor EØS kan markedsføres i Norge etter tillatelse fra Finanstilsynet. Tilsvarende vil gjelde fond etablert i EØS, men hvor Forvalter er etablert i et tredjeland.<sup>128</sup> Markedsføring av alternative investeringsfond med Forvalter eller fond etablert utenfor EØS reguleres av artikkel 36 og 42 i AIFMD, og er i norsk rett implementert i AIF-loven §§ 6-4 og 6-5. I Norge har vi etablert et nasjonalt regime for markedsføring der enten fond (AIF-loven § 6-4) eller Forvalter (AIF-loven § 6-5) er etablert i en slik tredjestat. Direktivet lar det, etter ordlyden ”may allow”, være opp til hver enkelt medlemsstat å avgjøre hvorvidt markedsføring av et slikt fond skal aksepteres innenfor eget territoriet.<sup>129</sup> Direktivteksten åpner følgelig selv opp for opsjonen til en slik ordning, noe man finner igjen i en rekke andre europeiske land. Etter Arbeidsgruppens vurdering ville det medført store vanskeligheter for norske forvaltningsmiljøer med fondsstrukturer eller investorer utenfor EØS, dersom adgangen etter artikkel 36 og 42 i AIFMD ikke ble benyttet.<sup>130</sup>

Reglene i AIFMD forutsetter konsesjon ved grensekryssende markedsføring til Norge.<sup>131</sup> For markedsføring av fond innenfor EØS kreves det derfor, som nevnt, konsesjon etter AIF-loven § 6-1. Dette kravet vil derimot ikke gjelde for fond etablert utenfor EØS. Lovgivningen stiller dermed ikke de samme kravene til konsesjon for markedsføringstillatelse, der enten fondet er etablert utenfor EØS. AIF-loven § 6-5 innebærer således at foretak etablert utenfor EØS kan få markedsføringstillatelse uavhengig av kapitalverdi og øvrig tillatelse. Bestemmelsen åpner følgelig for at mindre foretak etablert utenfor EØS kan markedsføres i Norge, hvilket kan være uheldig med hensyn til sammenheng i lovgivningen og konkurransemessige årsaker. I praksis er det derimot sjeldent at svært små foretak får tillatelse etter § 6-5, da en slik tillatelse vil kreve oppfølging av en rekke rapporteringsplikter, som forutsetter et visst omfang ressurser og kompetanse.

---

<sup>128</sup> AIF-loven §§ 6-4 og 6-5

<sup>129</sup> Directive (EU) 2011/61 art. 36 og 42

<sup>130</sup> Arbeidsgruppen (2013) s. 82

<sup>131</sup> Directive (EU) 2011/61 art. 31 (1)

I henhold til reglene i AIF-loven §§ 6-4 og 6-5 anses Storbritannia som et tredjeland i etterkant av Brexit. Dette innebærer at eventuelle eksisterende tillatelser for fond tilknyttet Storbritannia falt bort 1. januar 2021. For å markedsføre et alternativt investeringsfond som enten er etablert i Storbritannia eller har Forvalter etablert i Storbritannia må det følgelig søkes tillatelse etter AIF-loven §§ 6-4 og 6-5. En Forvalter etablert i Storbritannia som tidligere har hatt tillatelse, etter AIF-loven § 6-4, til å markedsføre et alternativt investeringsfond etablert i et tredjeland til profesjonelle investorer i Norge kan, ved en forenklet behandling, få omgjort tillatelsen etter AIF-loven § 6-5.<sup>132</sup>

Det kan for ordens skyld også nevnes at adgangen en eventuell Forvalter etablert i Storbritannia skulle ha, etter AIF-loven § 7-1, til å markedsføre et alternativt investeringsfond mot ikke-profesjonelle bortfaller, da det ikke lenger foreligger tillatelse i en EØS-stat.

#### **4.2 Markedsføring av alternative investeringsfond til profesjonelle investorer i EØS**

Reglene for grensekryssende markedsføring er mer omfattende enn strukturen for øvrige direktiver på verdipapiriområdet, i den forstand at markedsføringstillatelse i hjemlandet til et EØS-statlig AIF også vil innebære en adgang til markedsføring i andre medlemsland etter notifikasjon.<sup>133</sup> Disse såkalte passportrettighetene forutsetter derimot at Forvalter av det AIF-et som skal markedsføres har konsesjon. En registrert Forvalter kan dermed ikke benytte seg av den forenklete notifikasjonsprosessen det innebærer å markedsføre AIF-er innen EØS etter direktivets passport-system. Av den grunn må en registrert Forvalter bygge sin grensekryssende markedsføringsrett på såkalte ”private placement”-regler i de aktuelle statene. Dette er nasjonale regler for markedsføringsadgang, som gjerne varierer i stor grad mellom de enkelte medlemslandene. Grensekryssende markedsføring for Forvalter uten konsesjon, og som dermed ikke kan benytte seg av passport-systemet, vil av den grunn være både omkostningstungt og tidskrevende.<sup>134</sup> Tall fra 2019 viser at kun tre prosent av alternative investeringsfond er registrert for markedsføring i flere enn tre medlemsstater.<sup>135</sup>

AIF-loven § 6-2 åpner for markedsføring av alternative investeringsfond etablert i EØS til profesjonelle investorer i andre EØS-stater. Hva gjelder Brexit vil en praktisk implikasjon

---

<sup>132</sup> Finanstilsynet 17.11.2020 punkt 2.2

<sup>133</sup> Arbeidsgruppen (2013) s. 83

<sup>134</sup> Kruhl og Johansen (2018) s. 1

<sup>135</sup> EU-kommisjonen (2019)

dermed være at Forvaltere av alternative investeringsfond i Storbritannia ikke lenger kan benytte retten til grensekryssende markedsføring.

Bestemmelsen stiller blant annet krav om melding fra Forvalter til kompetent myndighet i hjemstaten for hvert fond som ønskes markedsført. Meldingen må videre inneholde de opplysningene som er nevnt i AIFMD vedlegg IV. Tilsvarende markedsføringsadgangen etter AIF-loven § 6-1 skal myndighetene senest 20 dager etter mottatt melding opplyse myndighetene i den eller de statene om at fondet søkes markedsført. I tillegg skal det informeres om vesentlige endringer uten ugrunnet opphold.<sup>136</sup> Bestemmelsen er en implementering av artikkel 32 i AIFMD.

Endringsdirektiv (EU) 2019/1160 har blant annet til formål å støtte grensekryssende markedsføring ved å forenkle og homogenisere det eksisterende regelverket. Om endringene i realiteten vil medføre at flere fond vil notifiseres for markedsføring i fremtiden fremstår derimot som svært usikkert. Det kan blant annet stilles spørsmål til hvorvidt direktivets presisering av hvilke ”facilities”<sup>137</sup> en Forvalter skal tilby i de stater det markedsføres i utgjør en forenkling i realiteten. For enkelte medlemsstater, hvor hjemstaten eksempelvis har krevd en fysisk tilstedeværelse kan dette utgjøre en lettelse, mens det kan innebære økte forpliktelser for andre EØS-stater.

Det kan også sees hen til Europaparlaments- og rådsforordning (EU) 2019/1156 som har til formål å fremme en lettere grensekryssende distribusjon av kollektive investeringsfond. Forordningen harmoniserer hvilke krav som kan stilles i forbindelse med selve markedsføringen. Dette kan blant annet omfatte publisering av nasjonale krav ved markedsføring og føringer for gebyrer.<sup>138</sup> På grunn av avvikende markedspraksis innenfor EØS-statene vil nok slike harmoniserende regler for enkelte medlemsstater i realiteten ikke anses forenklende, hva gjelder grensekryssende markedsføringsdistribusjon. Likevel må det i alle tilfeller kunne anføres at mer uniforme regler bidrar til en forenklet markedsføringsprosess, gjennom begrensningen av enkelte regulatoriske barrierer.

---

<sup>136</sup> AIF-loven § 6-2 andre og tredje ledd

<sup>137</sup> Directive (EU) 2019/1160 art. 43 a

<sup>138</sup> Forordning (EU) 2019/1156 art. 5 og 9 til 11.

## 5 AVSLUTNING

Oppgaven har forsøkt å svare på hvilke regler som gjelder for forvaltning av alternative investeringsfond til profesjonelle investorer. AIFMD har til hensikt å omfatte en uensartet gruppe av investeringsforetak, og definisjonen av et alternativt investeringsfond favner følgelig vidt. Som oppgaven har redegjort for er markedsføringsbegrepet tilsvarende vidtrekkende etter AIF-loven. Det brede nedslagsfeltet er formålstjenlig, i den forstand at det ivaretar hensynet til investorbeskyttelse.

Erfaringer i bransjen har derimot vist at AIF-lovens vide definisjon av markedsføring på den andre siden kan utløse uklarhet rundt sonderingen av rekkevidden. Enkelte grensetilfeller, som ”pre-marketing” og ”reverse solicitation”, har blitt praktisert ulikt, både blant bransjeaktørene innad i Norge og mellom de enkelte EØS-statene. Endringsdirektiv (EU) 2019/1160 får virkning fra august 2021, og har til formål å forenkle grensekryssende markedsføring gjennom større grad av harmoniserte regler. Hvorvidt direktivet vil medføre en revitalisering av normen, eller bære større preg av semantikk, gjenstår å se. Den endelige konklusjonen i dette henseendet avhenger av den konkrete implementeringen i norsk rett, samt hvordan bestemmelsene vil tolkes i praksis. Det er likevel nærliggende å anta klargjøringen av markedsføringsbegrepets grensetilfeller vil bidra til mer forutsigbarhet i forbindelse med fondsetableringer.

Markedet for investeringer i alternative investeringsfond er svært komplekst, hvilket gjør det særlig viktig å verne om de investorene med begrenset kunnskap og erfaring.

Markedsføringsforbudet setter begrensninger for registrerte Forvaltere med hensyn til ikke-profesjonelle investorer. Enkelte av uttalelsene i Finanstilsynets rundskriv 11/2016 fremstår i den sammenheng som uklare. Dette gjelder særlig i forbindelse med registrerte Forvaltere sin adgang til å omklassifisere investorer. Det foreligger således behov for oppdatert tilsynspraksis på området. Finanstilsynet deler denne oppfatningen og ”arbeider med en oppdatering av rundskriv 11/2016 som vil inkludere nyere tilsynspraksis”.<sup>139</sup>

De absolutte kravene til omklassifisering fordrer en svært høy investeringsaktivitet eller en ubalansert avveining av investorens markedskjennskap sett opp mot behovet for investorbeskyttelse. Vilkårene fremstår som lite hensiktsmessige i sammenheng med investeringer i et alternativt investeringsfond, og kan danne grunnlag for en svært uheldig

---

<sup>139</sup> Brev Finanstilsynet (2021) s. 4

interessekonflikt. Det kan anføres at kriteriene for å bli profesjonell investor har liten sammenheng med det som i realiteten kategoriserer en investor som profesjonell. De uklare vilkårene for omklassifisering vil derfor kunne medføre en kommersiell utfordring i forbindelse med innhenting av kapital.

Utover markedsføringsforbudet er registrerte Forvaltere i Norge underlagt en beskjeden regulering. Etter investeringsrammeverket i AIMD er imidlertid den begrensede reguleringen noe norske myndigheter har full adgang til å stramme inn. Finanstilsynet har ikke gjennomført tematisyn på området siden 2016, og da ble det sågar avdekket flere tilfeller av registrerte Forvaltere som handlet i strid med de få rammene som fastsetter deres virksomhet. Det er derfor nærliggende å anta at et nytt tematisyn vil gjennomføres i nærmeste fremtid.<sup>140</sup>

---

<sup>140</sup> BAHN (2021)

# Litteraturliste

## Norske lover

1956	Lov 17. desember 1956 om tilsynet med finansforetak (finanstilsynsloven)
2007	Lov 29. juni 2007 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)
2011	Lov 25. november 2011 om verdipapirfond (verdipapirfondloven)
2014	Lov 20. juni 2014 om forvaltning av alternative investeringsfond (AIF-loven)

## Forskrifter

2007	Forskrift 29. juni 2007 til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften)
2014	Forskrift 26 juni 2014 til lov om forvaltning av alternative investeringsfond (AIF-forskriften)

## Forarbeider

Prop. 77 L (2013-2014)	Lov om forvaltning av alternative investeringsfond
Prop. 77 L (2017-2018)	Endringer i verdipapirhandelloven og oppheving av børsløven
Prop. 155 LS (2020-2021)	Endringer i verdipapirhandelloven

## Offentlig praksis

Finanstilsynet (2016)	Rundskriv 11/2016, <i>Rettslige rammer for virksomheten til registrerte AIF-forvaltere</i> , 27. mai 2016
Finanstilsynet (2019)	Rundskriv 9/2019, <i>Definisjonen av alternative investeringsfond og prosjektfinansieringsselskaper</i> , 04. juni 2019
Arbeidsgruppen (2013)	Arbeidsgruppe nedsatt av Finanstilsynet, <i>Rapport om gjennomføring av AIFMD i norsk rett</i> , Oslo, 1. mars 2013

## Litteratur

- Sejersted (2011) Sejersted, Fredrik mfl., *EØS-rett*, Oslo, Universitetsforlaget 2011
- Zetzsche (2015) Zetzsche, Dirk, *The Alternative Investment Fund Managers Directive, 2. utgave*, Alphen aan den Rijn, Nederland, Kluwer Law International 2015
- Skoghøy (2018) Skoghøy, Jens Edvin A., *Rett og anvendelse*, Oslo, Universitetsforlaget 2018
- Kruhl og Johansen (2018) Kruhl, Martin Chr. og Johansen, Patrick Krintel, *Grænseoverskridende markedsføring af alternative investeringsfonde*, Danmark, Karnov Group 2018
- Holgersen (1987) Holgersen, Gudrun, *Den rettskildemessige vekt av praksis ved spesielle håndhevings- og kontrollorganer innen forvaltningen*, Tidsskrift for Rettsvitenskap 1987

## Internasjonale rettskilder og retningslinjer

- EØS-avtalen Avtale om det europeiske økonomiske samarbeidsområdet, 01.01.1994
- Wien-konvensjonen Wien-konvensjonen om traktatretten av 22. Mai 1969
- Directive (EU) 2011/61 Europaparlaments- og rådsdirektiv 2011/61/EU av 8. juni 2011 om forvaltere av alternative investeringsfond (AIFMD)
- Directive (EU) 2019/1160 Europaparlaments- og rådsdirektiv 2019/1160/EU av 20. juni 2019 om grensekryssende markedsføring av kollektive investeringer
- Directive (EU) 2009/65 Europaparlaments- og rådsdirektiv 2009/65/EC av 13. juli 2009 om standardisering av regelverk for kollektive investeringer i

## verdipapirer (UCITS-direktivet)

Forordning (EU) 2019/1156	Europaparlaments- og rådsforordning 2019/1156/EU av 20. juni 2019 om tilretteleggelse av grensekryssende markedsføring av kollektive investeringer
ESMA (2013)	The European Securities and Markets Authority, Guidelines ESMA/2013/611 on the key concepts of the AIFMD, 13. August 2013
FCA (2013)	Financial Conduct Authority, PERG 8.37 AIFMD Marketing, 22. juli 2013
EU-kommisjonen (2005)	Commission of the European Communities, Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds, Brussel, 12.07.2005
EU-kommisjonen (2019)	Commission of the European Communities, pressemelding, Agreement reached on measures to improve the EU's investment fund market, Brussel, 5. Februar 2019
EU-kommisjonen (2020)	Commission of the European Communities, høringsnotat, review of EU rules on alternative investment fund managers, Brussel, 22. oktober 2020

## Nettbaserte kilder

E24 (2021)	Dommersnes, Tor Dagfinn, <i>Harald Espedals vennefond passerte milliarder</i> , E24, 2. mars 2021, nyhetsartikkel <a href="https://e24.no/boers-og-finans/i/1BV16M/harald-espedals-vennefond-passerte-milliarden">https://e24.no/boers-og-finans/i/1BV16M/harald-espedals-vennefond-passerte-milliarden</a>
Morningstar (2020)	Baselli, Valerio, <i>Rekordinnløsning i fond i Europa i mars</i> , Morningstar, 22. april 2020, nyhetsartikkel



- <https://www.morningstar.no/no/news/201721/rekordinnl%C3%B8sning-i-fond-i-europa-i-mars.aspx>
- Finanstilsynet 21.03.2017      Finanstilsynet, *Registreringsplikt for forvaltere av alternative investeringsfond*, 21. mars 2017, nyhet  
<https://www.finanstilsynet.no/konsesjon/aif-forvalter/registeringsplikt-for-forvaltere-av-alternative-investeringsfond-aif/>
- Finanstilsynet, 25.04.2017      Finanstilsynet, *Regelverksarbeid i EØS*, 25. april 2017, nyhet  
<https://www.finanstilsynet.no/tema/finanstilsyn-og-regelverk-i-eos/regelverksarbeid-i-eos/>
- Finanstilsynet 14.10.2019      Finanstilsynet, *Tematilsyn om egnethetstesting ved markedsføring av alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle investorer*, 14. oktober 2019, nyhet  
<https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2019/tematilsyn-om-egnethetstesting-ved-markedsforing-av-alternative-investeringsfond-til-ikke-profesjonelle-investorer/>
- Finanstilsynet 17.11.2020      Finanstilsynet, *Brexit: Markedsføring av fond i Norge fra og med 1. januar 2021 krever tillatelse*, 17. november 2020, nyhet  
<https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2020/brexit-markedsforing-av-fond-i-norge-fra-og-med-1.-januar-2021-krever-tillatelse/>
- Schjødt (2019)                      Lowzow, Andreas mfl., *Enklere markedsføring av fond og mulighet for såkalt pre-marketing*, Schjødt, 22. februar 2019, nyhetsbrev, <https://www.schjodt.no/news-events/nyhetsbrev/enklere-markedsforing-av-fond-og-mulighet-for-sakalt-pre-marketing/>
- BAHR (2021)                        Hammerich, Peter mfl., *AIF-loven og registrerte forvaltere*, BAHHR, 26. februar 2021, nyhetsbrev  
<https://bahr.no/newsletter/kapitalforvaltning-aif-loven-og-registrerte-forvaltere>

Ræder (2019)

Utne, Anders og Kielland, Kyrre W., *Alternative investeringsfond og prosjektfinansieringsselskaper*, RÆDER, 24. juni 2019, nyhetsbrev  
[https://www.raeder.no/aktuelt/alternative-investeringsfond-og-prosjektfinansieringsselskaper/?\\_hstc=24525925.4b44870ec4a577029c49e44b73bd3bee.1614729600188.1614729600189.1614729600190.1&\\_hssc=24525925.1.1614729600191&\\_hsfp=466355655](https://www.raeder.no/aktuelt/alternative-investeringsfond-og-prosjektfinansieringsselskaper/?_hstc=24525925.4b44870ec4a577029c49e44b73bd3bee.1614729600188.1614729600189.1614729600190.1&_hssc=24525925.1.1614729600191&_hsfp=466355655)

## **Brev fra Finanstilsynet og Finansdepartementet**

Brev Finansdepartementet (2008) Brev fra Finansdepartementet til Wiersholm Melbye & Bech ved advokat Trond Bjerkan, *Klassifisering av investeringselskaper*, ref.075530 FM ALM, 30. oktober 2008 (Brevet er ikke unntatt offentligheten. Man kan be om innsyn i brevet via den elektroniske postjournalen einnsyn.no)

Brev Finanstilsynet (2021) Brev fra Finanstilsynet til BÅHR ved advokat Vibeke K. Svendsby, *Markedsføring av alternative investeringsfond forvaltet av registrerte forvaltere*, ref.21/4145, 12. mai 2021 (Brevet er ikke unntatt offentligheten. Man kan be om innsyn i brevet via den elektroniske postjournalen einnsyn.no)