

## Vejledende udtalelse om forvaltere af alternative investeringsfondes indregning af gearing placeret i unoterede selskaber og udstedere

I ESMA's opdateret Q&A af den 13. juni 2023 har Kommissionen præciseret, hvordan en FAIF skal indregne gearing, der eksisterer i unoterede selskaber og udstedere kontrolleret af en AIF, ved opgørelsen af aktiver under forvaltning.

Svaret indebærer, at gearing skal indregnes, uanset om den finder sted i AIF'en eller i selskaber eller udstedere kontrolleret af AIF'en, hvis AIF'ens fundamentale investeringspolitik er at investere i aktiver gennem sådanne selskaber. Det indebærer desuden, at tærskelværdien på 100 mio. euro finder anvendelse i sådan situation.

Finanstilsynet vil anvende denne praksis fremadrettet. AIF'er registeret før datoen for denne udtalelse vil fortsat være undtaget, medmindre AIF'en tager nye investorer ind og/eller foretager nye investeringer.

### Baggrund

En forvalter af alternative investeringsfonde (FAIF) skal løbende opgøre værdien af aktiverne i de alternative investeringsfonde (AIF'er), som FAIF'en forvalter direkte eller indirekte (aktiver under forvaltning). Aktiver under forvaltning har betydning for, om en FAIF er forpligtet til at søge om en tilladelse eller registrere sig hos Finanstilsynet iht. FAIF-loven<sup>1</sup>. I opgørelsen af aktiver under forvaltning skal aktiver, der er erhvervet via gearing, medregnes.

I 2017 afsagde Erhvervsankenævnte en kendelse, jf. j.nr.2016-12521, som ændrede en afgørelse truffet af Finanstilsynet. Erhvervsankenævnte anførte, at Finanstilsynet ikke var berettiget til at indregne gearing i opgørelsen af virksomhedens aktiver under forvaltning. Den pågældende gearing eksisterede ikke i selve AIF'en men i et unoteret selskab (porteføljeselskab) kontrolleret af AIF'en.

---

<sup>1</sup> Bekendtgørelse af lov nr. 231 af 01/03/2024 om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v.

Erhvervsankenævnets vurdering beroede på en undtagelse i artikel 6(3), 2. pkt., i Kommissionens Level II-forordningen<sup>2</sup>. Her følger det helt overordnet, at FAIF'ens aktiver under forvaltning ikke skal indregne gearingen, der eksisterer på niveauet for unoterede selskaber eller udstedere, hvis AIF'ens fundamentale investeringspolitik er at erhverve kontrol over disse selskaber. Erhvervsankenævnet udledte heraf, at bestemmelsen efter sin ordlyd ikke kunne anses for begrænset til private equity fonde eller venturefonde.

De investerede aktiver (ejendomme i den konkrete sag) var ejet indirekte af AIF'en ved kontrol af et porteføljeselskab, og der forelå ikke eksterne gælds-, garanti-, eller kautionsforpligtelser i den foreliggende struktur. På baggrund heraf konkluderede Erhvervsankenævnet, at den gearing, der eksisterede i porteføljeselskabet, var undtaget iht. artikel 6(3), 2. pkt.

Finanstilsynets har fortolket artikel 6(3), 2. pkt. i overensstemmelse med kendelsen. Det har medført, at en FAIF ikke har skulle indregne gearing i sine aktiver under forvaltning, hvis gearingen eksisterer i et underliggende unoteret selskab, og der ikke foreligger eksterne gælds-, garanti-, eller kautionsforpligtelser.

European Securities and Markets Authority (ESMA) opdaterede den 13. juni 2023 en Q&A<sup>3</sup>. Det tjener som et fortolkningsbidrag til FAIF-direktivet<sup>4</sup>, som er implementeret ved FAIF-loven, samt Level-II forordningen. I Q&A'en har Europa-Kommissionen ("Kommissionen") svaret på et spørgsmål, der angår en situation svarende til Erhvervsankenævnets kendelse – om gearing, der eksisterer i et unoteret selskab kontrolleret i en AIF, hvor AIF'ens fundamentale investeringspolitik er at erhverve fast ejendom gennem unoterede selskaber, er omfattet af artikel 6(3), 2. pkt., i Level-II forordningen.

Kommissionens svar fastlægger, at bestemmelsen ikke gælder for disse AIF'er. Det skyldes, at sådanne porteføljeselskaber anvendes til at implementere en investeringspolitik, der primært består i erhvervelse af fast ejendom og ikke erhvervelse af bestemmende indflydelse i selskaberne.

Finanstilsynet bemærker i den henseende, at samme fortolkning skal tillægges øvrige aktiver. Det afgørende element er, om AIF'ens investeringspolitik er at erhverve kontrol over unoterede selskaber eller udstedere (primært

---

<sup>2</sup> Kommissionens delegerede forordning (EU) nr. 231/2013 af 19. december 2012 om udbygning af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU for så vidt angår undtagelser, generelle vilkår for drift, depositarer, gearing, gennemsigtighed og tilsyn

<sup>3</sup> [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-32-352\\_qa\\_aifmd.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-32-352_qa_aifmd.pdf) (spørgsmål 8 under afsnit VII).

<sup>4</sup> Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU af 8. juni 2011 om forvaltere af alternative investeringsfonde og om ændring af direktiv 2003/41/EF og 2009/65/EF samt forordning (EF) nr. 1060/2009 og (EU) nr. 1095/2010 EØS-relevant tekst

venture and private equity fonde), eller om AIF'en investeringspolitik er at investere i aktiver gennem erhvervelsen af sådan selskaber.

Med baggrund i ovenstående har Finanstilsynet foretaget en vurdering af sin praksis og fortolkning af artikel 6(3), 2. pkt., i Level-II forordningen. Finanstilsynet anser en eksponering, uanset om denne finder sted i AIF'en eller i et unoteret selskab kontrolleret af AIF'en, skal indregnes i en FAIF's aktiver under forvaltning, såfremt AIF'ens fundamentale investeringspolitik er at investere i et eller flere aktiver gennem et eller flere unoterede selskaber.

Ved forvaltning af en eller flere AIF'er omfattet af ovenstående, og hvor gearingen således skal indregnes i FAIF'ens AUM, finder tærskelværdien på 100 mio. euro. anvendelse ved vurdering af, om en FAIF skal søge om tilladelse som FAIF. Det skyldes, at tærskelværdien på 500 mio. euro. alene finder anvendelse på FAIF'er, der forvalter AIF'er uden gearing, jf. § 6, stk. 1, nr. 2, i FAIF-loven.