



Ny praksis om forvaltere af alternative investeringsfondes indregning af gearing



Martin Christian Kruhl
Partner



Oskar Nørtoft Lindekilde
Advokatfuldmægtig

Finanstilsynet har den 17. december 2024 udsendt en vejledende udtalelse, der fastlægger en ny praksis for, hvordan forvaltere af alternative investeringsfonde ("FAIF") skal indregne gearing, der eksisterer i unoterede selskaber og udstedere kontrolleret af en alternativ investeringsfond ("AIF"), ved opgørelsen af værdien af deres aktiver under forvaltning. Der er reelt set tale om en ændring af dansk praksis på området, der kan være af stor betydning for FAIF'er, herunder særligt dem der ikke har tilladelse, men blot er registrerede.

Baggrund

Efter FAIF-loven[1] er det påkrævet, at en FAIF løbende opgør værdien af aktiverne i de AIF'er, der forvaltes af den pågældende FAIF enten direkte eller indirekte. Hvis værdien af aktiverne i de AIF'er, som en FAIF har under forvaltning, sammenlagt overskrider en i FAIF-loven fastsat tærskelværdi, så kræves der tilladelse som FAIF. Hvis værdien af aktiverne i de AIF'er, som en FAIF har under forvaltning, sammenlagt holder sig under den i FAIF-loven fastsatte tærskelværdi, så er det tilstrækkeligt at være registreret som FAIF. Om tærskelværdien er EUR 100 mio. eller EUR 500 mio. afhænger blandt andet af, om der forvaltes gearede AIF'er. Gearing er dermed væsentlig ikke kun for risikostyring og rapportering, men også helt grundlæggende for, hvornår man skal gå fra registrering til tilladelse.

I 2017 afsagde Erhvervsankenævnet en kendelse, der ændrede på en af Finanstilsynet truffet afgørelse. Erhvervsankenævnet anførte, at Finanstilsynet i den konkrete sag, ikke var berettiget til at indregne gearing i opgørelsen af værdien af FAIFens aktiver under forvaltning. Gearingen i det konkrete tilfælde lå ikke i selve AIF'en (et dansk ApS), idet AIF'en ejede aktiverne indirekte gennem kontrol over forskellige datterselskaber (tyske ejendomsselskaber), i hvilken forbindelse der ikke forelå eksterne gælds-, garanti- eller kautionforpligtelser for selve AIF'en. Gældsforpligtelserne var nemlig placeret i datterselskaberne og AIF'en hverken hæftede eller kautionerede for gældforpligtelserne. Erhvervsankenævnet støttede dette resultat på dets fortolkning af en særlig undtagelsesbestemmelse i FAIF niveau-2-forordningen[2].

På baggrund af kendelsen har Finanstilsynet siden 2017 indrettet sin praksis således, at en FAIF ikke har skullet indregne gearing i opgørelsen af værdien af dets aktiver under forvaltning, hvis gearingen eksisterer i et underliggende unoteret selskab, og der ikke foreligger gælds-, garanti-, eller kautionforpligtelser på AIF-niveau.

Opdateret Q&A fra ESMA fører til ny praksis fra Finanstilsynet

European Securities and Markets Authority ("ESMA") opdaterede den 13. juni 2023 deres Q&As[3] vedrørende anvendelsen af FAIF-direktivet[4]. Disse Q&As udgør et fortolkningsbidrag i forhold til FAIF-direktivet, implementeringen heraf ved FAIF-loven, og FAIF niveau-2-forordningen. Den opdaterede Q&A vedrørte en tilsvarende situation, og den tilsvarende undtagelsesbestemmelse i FAIF-niveau-2-forordningen, som i Erhvervsankenævnets kendelse. Resultatet var dog det modsatte.

Finanstilsynet har på baggrund heraf revurderet sin praksis og fortolkningen af undtagelsesbestemmelsen. Det afgørende element for om undtagelsesbestemmelsen finder anvendelse er, om AIF'en investeringspolitik er at erhverve kontrol over unoterede selskaber eller udstedere, *eller* om AIF'ens investeringspolitik er at investere i aktiver gennem erhvervelse af sådanne selskaber.

Efter den nye praksis vil gearing altså, uanset om denne finder sted i AIF'en, eller i et unoteret selskab kontrolleret af AIF'en, skulle indregnes i opgørelsen af værdien af en FAIF's aktiver under forvaltning, såfremt AIF'ens investeringspolitik er at investere i et eller flere aktiver gennem et eller flere unoterede selskaber. Det gælder, uanset om der er tale om aktiver i form af fast ejendom – som det var tilfældet ift. Erhvervsankenævnets kendelse og det pågældende spørgsmål og svar fra ESMA – eller noget andet. Derudover skal AIF'en også anses for gearret i forhold til bestemmelsen af tærskelværdien for, hvornår der skal søges tilladelse.

Overgangsregel

Finanstilsynet meddeler i den vejledende udtalelse, at den nye praksis vil blive anvendt fremadrettet. Det angives imidlertid, at AIF'er, der er registreret før den 17. december 2024, fortsat vil være undtaget, medmindre AIF'erne tager nye investorer ind og/eller foretager nye investeringer.

Denne overgangsregel har lighedstræk med overgangsreglen i FAIF-lovens § 195, hvorfor det er sandsynligt, at der, ved fastlæggelsen af hvad der skal forstås ved "nye investeringer", kan skeles til den praksis, der blev fastlagt af Finanstilsynet i forhold til § 195. For ejendomsfonde betyder det i givet fald, at AIF'er, der investerer i fast ejendom løbende, må vurdere og sondre mellem køb og ejendomsudvikling/forbedring (som alt-andet-lige vil anses for nye investeringer) og almindelig vedligeholdelse som f.eks. facaderenovation og lign.

Konsekvenser for FAIF'er

Denne praksisændring har stor betydning for FAIF'er. *De/s* medfører den en ændring i forhold til, om en ny AIF skal anses for gearret og dermed også for de forpligtelser FAIF'en har i forhold til f.eks. risikostyring. *De/s* har den betydning i forhold til måden, hvorpå værdien af aktiver under forvaltning skal opgøres og indrapporteres til Finanstilsynet. *De/s*, og ikke mindst, har den betydning for, om tærskelværdien for hvornår en FAIF skal søge om tilladelse, og dermed ikke længere kan nøjes med registrering, er på EUR 100 mio. frem for EUR 500 mio. Særligt registrerede forvaltere af alternative investeringsfonde bør derfor være opmærksomme på denne vejledende udtalelse.

Finanstilsynets vejledende udtalelse kan tilgås og læses [her](#) .

Tag endelig kontakt til DLA Piper gennem forfatterne til denne artikel, hvis du har behov for rådgivning. Vi står til rådighed, hvad enten du blot har behov for at vide mere om den nye praksis, eller du har behov for sparring i forhold til, hvordan du skal agere i anledning af den nye praksis.

[1] Lov nr. 598 af 12. juni 2013 om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. med senere ændringer.

[2] Artikel 6(3), 2. pkt. i 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.

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

[4] 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