



AALBORG UNIVERSITET

# Alternative investeringsfonde og deres selskabsstruktur

En vurdering af hvilken selskabsform og fondsstruktur, der er optimal for alternative investeringsfonde i Danmark.

## Titelblad

**Uddannelse:** Erhvervsjura, cand.merc.jur, Juridisk Institut, Aalborg Universitet

**Dansk titel:** Alternative investeringsfonde og deres selskabsstruktur.

En vurdering af hvilken selskabsform og fondsstruktur, der er optimal for alternative investeringsfonde i Danmark.

**Engelsk titel:** Alternative Investment Funds and their types of incorporation.

An evaluation of the ideal incorporation type and fund structure for an alternative investment fund in Denmark.

**Afhandling:** Kandidatspeciale

**Fagområde:** Selskabsret og Finansiering

**Vejleder:** Gitte Søgaard

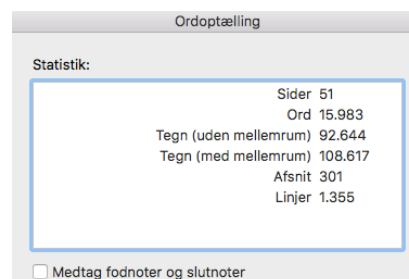
**Samarbejde:** Formue Nord A/S

**Forfatter:** Louise Pedersen

Studie nr.: 20176719

**Dato:** 19. maj 2022

**Omfang:** 108.617 anslag



## Tak

Jeg vil gerne benytte lejligheden til at takke Formue Nord A/S, som har været min samarbejdspartner i udarbejdelsen af denne afhandling. En særlig tak til Chris Albertsen og Mikkel Hagel for sparring undervejs i processen.

Der skal ligeledes lyde en stor tak til Claus Linde fra Linde og Partners kapitalforvaltning og Michael Styrihave fra Advokatfirmaet Børge Nielsen for at have medvirket som sparringspartner i udarbejdelsen af denne afhandling.

## Abstract

This thesis examines the different types of incorporation and fund structures for alternative investment funds in Denmark, and attempts to pinpoint the optimal combination.

The need for this thesis comes from the Commission's new proposal to the alternative investment fund manager directive. Amongst other things the new proposal contains a minimum limit for funds that are loan originators. Article 16, 2a proposes that an alternative investment fund that lends more than 60% of its net asset value should have a close-ended fund structure. If this proposal is implemented it would likely lead to restructuring for many European, and here amongst Danish, alternative investment funds.

This thesis specifically assesses whether the Danish incorporation type “aktieselskab” or “kommanditselskab” is preferable. These two structures are selected since they are the most frequent structures used. The assessment of these two incorporation types include regulatory and taxation considerations.

To carry out the analysis opinions from stakeholders in the European Union have been included. This is done to shed light on the problem formulation from a different point of view which the chosen method calls for.

An analysis of an alternative investment fund in Denmark has also been included to exemplify, how a fund can be structured.

Based on the thesis it can be concluded, that if the proposal for the new directive is introduced, the alternative investment funds that contains originated loans for more than 60% of their net asset value will be forced to restructure their funds to a close-ended structure.

When examining which incorporation type is best for the alternative investment funds, there are many indications that the “kommanditselskab” is the best solution, since it leads to some tax advantages and since it is a structure that is used for large domestic and foreign investment funds.

## Indhold

<b>Titelblad</b> .....	<b>1</b>
<b>Tak</b> .....	<b>2</b>
<b>Abstract</b> .....	<b>3</b>
<b>Forkortelser</b> .....	<b>6</b>
<b>1. Indledning</b> .....	<b>7</b>
1.1 Problemformulering .....	8
1.2 Afgrænsning.....	8
1.3 Metode .....	9
1.4 Struktur .....	9
1.5 Kildeafsnit.....	10
<b>2. Forvaltere af alternative investeringsfonde</b> .....	<b>12</b>
2.1 AIF'er .....	12
2.1.1 AIF i en åben struktur .....	17
2.1.2 AIF i en lukket struktur.....	18
<b>3. Retlig regulering</b> .....	<b>18</b>
3.1 FAIF-loven .....	19
3.2 FAIF-direktivet .....	19
3.3. Lovgivningsprocedure i EU.....	21
<b>4. Nyt forslag fra Kommissionens om ændring af FAIF-direktivet</b> .....	<b>22</b>
4.1. AIF'er der låner penge ud.....	22
4.1.1 Feedback til Kommissionens nye forslag .....	28
4.2 Opsummering.....	37
<b>5. Selskabsstruktur</b> .....	<b>38</b>
5.1 Aktieselskab A/S.....	39
5.2 Kommanditselskab K/S .....	40
5.2.1 Skat .....	41
5.2.2 Lovgivningsmæssig regulering .....	41
5.3 Valg af virksomhedsform for AIF .....	42
5.3.1 Aktieavancebeskatningslovens § 19 .....	44
5.3.2 Eksempler på struktur i investeringsfonde.....	44
5.4 Mulighederne for omdannelse fra A/S til K/S.....	50

5.4.1 Selskabslovens § 323 .....	50
5.4.2 Aktivoverdragelse (substansoverdragelse).....	51
5.5 Opsummering.....	54
5.5.1. Valg mellem aktieselskab og kommanditselskab .....	54
5.5.2. Omdannelse fra A/S til K/S.....	55
<b>6. Konklusion .....</b>	<b>55</b>
<b>Litteraturliste.....</b>	<b>57</b>

## Forkortelser

<b>FAIF:</b>	Forvalter af alternative investeringsfonde
<b>AIF:</b>	Alternativ investeringsfond
<b>FAIF-loven:</b>	Lovbekendtgørelse 2021-11-01 nr. 2015 om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v.
<b>FAIF-direktivet:</b>	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
<b>ESMA:</b>	European Securities and Markets Authority
<b>NAV:</b>	Net asset value/Indre værdi
<b>ABL:</b>	Lovbekendtgørelse 2021-01-29 nr. 172 om den skattemæssige behandling af gevinst og tab ved afståelse af aktier m.v.
<b>SL:</b>	Lovbekendtgørelse 2021-10-11 nr. 1952 om aktie- og anpartsselskaber
<b>SEL:</b>	Lovbekendtgørelse 2021-02-22 nr. 251 Selskabsskatteloven
<b>LEV:</b>	Lovbekendtgørelse 2021-02-01 nr. 249 om visse erhvervsdrivende virksomheder

## 1. Indledning

Interessen for privat investering er steget markant de seneste år. Dette er sket i takt med negative renter i banken og den store omtale af investering i medierne. Det gælder både det almindelige aktiemarked, men ligeledes alternative investeringsmuligheder.

Danskerne vil gerne have risikospredning i deres investeringsporteføljer og søger derfor også andre steder hen end det generelle aktiemarked, når de ønsker at investere. Hvis man gerne vil sprede sin risiko vil det at investere i en alternativ investeringsfond (herefter: AIF) være et godt supplement til traditionelle investeringer, såsom aktier, obligationer m.m.

Investeringsfonde har været et omdiskuteret emne siden finanskrisen, da der er mange forskellige meninger om, hvorvidt dette er gode investeringer eller ej. Nogle mener, at disse investeringer er for risikofyldte, da mange investeringsfonde arbejder med høj gearing. Ligeledes mener de, at investeringsfondene ikke er tilstrækkelig gennemsigtige for almindelige investorer. Omvendt menes det af andre, at dette er en god måde at supplere sin eksisterende investeringer på og sprede risikoen i investorerens portefølje.

En alternativ investeringsmulighed, som nævnt i ovenstående, kunne være en AIF, som forvaltes af en forvalter af alternative investeringsfonde (herefter: FAIF). FAIF'er er i Danmark reguleret ved hjælp af FAIF-loven, og forvalterne skal have tilladelse til at forvalte AIF'er af Finanstilsynet. Der findes mange forskellige AIF'er i Danmark, og disse findes i mange forskellige juridiske organisationer. Eksempler på dette kan være foreninger, kommanditselskaber, aktieselskaber og anpartsselskaber.

Denne afhandling er udarbejdet i samarbejde med Formue Nord A/S. Formue Nord A/S er en forvalter af alternative investeringsfonde, som forvalter Formue Nord Markedsneutral A/S og Formue Nord Fokus A/S - disse to er alternative investeringsfonde. Formue Nord A/S er en af de ledende aktører i Norden, når det gælder skræddersyede finansieringsløsninger til små og mellemstore virksomheder. Selskabet ønsker at levere risikospredning til investorernes porteføljer ved at følge en investeringsstrategi, som er upåvirket af aktiemarkeds op- og nedture.



## 1.1 Problemformulering

Hvordan vil AIF'er i Danmark blive påvirket af det nye forslag til direktivet, fra Kommissionen, med fokus på indførelsen af Artikel 16 stk. 2a, som bestemmer at: *"En FAIF skal sikre, at den AIF, den forvalter, er af den lukkede type, hvis den nominelle værdi af dens udstedte lån overstiger 60% af dens nettoaktivværdi."*

Herunder behandles to underspørgsmål, som lyder således:

- Vil det nye forslag tvinge AIF'er med en åben struktur til at ændre denne til en lukket struktur?
- Hvilken selskabsform vil være den mest optimale, når der er tale om AIF'er i Danmark?

## 1.2 Afgrænsning

Det nye forslag til ændring af FAIF-direktivet regulerer flere forskellige områder, hvor der i denne afhandling fokuseres på indførelse af Artikel 16, stk. 2a, hvorfor der ikke tages stilling til de resterende ændringer. Af samme grund er der fokus på investeringsfonde, der laver direkte lån, hvorfor andre investeringsfonde med en anden strategi ikke behandles.

I afhandlingen undersøges selskabsformerne aktieselskab og kommanditselskab. Der er afgrænset til disse to selskabsformer, da det primært er disse to, der benyttes som selskabsstruktur for alternative investeringsfonde. I behandlingen af disse to virksomhedsformer er der inddraget relevant materiale, således at afhandlingens problemformulering kan besvares. For at det er muligt at undersøge afhandlingens problemformulering inddrages de skattemæssige konsekvenser ved valg af virksomhedsform. Dette vil dog ikke være en dybdegående gennemgang, men der vil blive fremlagt, hvilke overvejelser der skal gøres i forbindelse med beskatning.

Det juridiske omdrejningspunkt i afhandlingen vil være lov om forvaltere af alternative investeringsfonde, direktivet vedrørende forvaltere af alternative investeringsfonde samt selskabsloven. Enkelte steder vil der blive inddraget andet relevant lovgivning for at belyse problemstillingen.

### 1.3 Metode

I denne kandidatafhandling benyttes retsdogmatisk metode til at analysere og beskrive gældende ret. Formålet med retsdogmatisk metode er at finde ny viden om gældende ret gennem en systematisk, metodisk og transparent analyse. Denne videnskab er ikke løsningsbaseret, men søger i stedet at belyse retstilstanden på et givet område.<sup>1</sup> Formålet er således ikke at konkludere en bestemt afgørelse, men i stedet at belyse et problem på en sådan måde, at det observeres fra flere forskellige vinkler. Metoden fører nødvendigvis ikke til frembringelse af ny viden, men kan i flere tilfælde føre til en skabende proces, der kan indeholde flere analyser af forskellige retskilder, som undersøgeren har valgt.<sup>2</sup>

Den valgte metode centraliserer sig omkring at sikre en høj validitet. Dette gøres ved at alt indsamlet data behandles og tages med i belysningen af problemstillingen. Validiteten sikrer, at det angivne problem i problemformuleringen er undersøgt dybdegående.<sup>3</sup>

Metoden benyttes i særdeleshed i denne afhandlings analyse, da det her forsøges at belyse hvorledes forslaget til ændringen af FAIF-direktivet påvirker AIF'er i Danmark. Dette undersøges ved at belyse flere sider af problemet og derved komme frem til den mest valide konklusion på denne problemstilling. Metoden benyttes ligeledes til at belyse hvilken selskabsform, der vil være mest optimal for AIF'erne. Dette gøres ved at indsamle materiale fra en anden AIF og undersøge deres selskabsstruktur samt ved at afklare den valgte selskabsstruktur.

Da emnet er aktuelt i dette øjeblik findes der ingen retspraksis på dette område, hvorfor analysen af gældende ret er foretaget ud fra forslaget til ændring af direktivet, samt dertilhørende relevant lovgivning.

### 1.4 Struktur

Afhandlingen er delt op i to undersøgelser.

*Den første undersøgelse* omhandler hvorledes alternative investeringsfonde skal omlægge deres struktur fra en åben til en lukket fond, hvis disse udlåner over 60 % af deres indre værdi. Dette belyses

---

<sup>1</sup> (Munk-Hansen, 2018) s. 204

<sup>2</sup> (Munk-Hansen, 2018) s. 204

<sup>3</sup> (Munk-Hansen, 2018) s. 39

ved, først i kapitel 2, at redegøre for, hvad en forvalter af alternative investeringsfonde er. Herefter gennemgås alternative investeringsfonde både i den åbne og i den lukkede struktur.

I kapitel 3 gennemgås den retlige regulering på området, som er relevant for at afklare afhandlingens problemstillingen. Her sættes der fokus på FAIF-loven og FAIF-direktivet, som regulerer forvaltere af alternative investeringsfonde i Danmark og Den Europæiske Union. For at sætte læseren ind i, hvorledes der tilføjes regulering til et allerede eksisterende direktiv beskrives proceduren herfor.

Kapitel 4 belyser forslaget til den nye regulering i FAIF-direktivet. Her sættes der fokus på en enkelt ændring i artikel 16 stk. 2a, i direktivet, der vil tvinge investeringsfonde til at benytte sig af den lukkede struktur. Dette undersøges ved at gennemgå konsekvensanalysen udarbejdet af Kommissionen, der danner grundlag for ændringen. Her kigges der ligeledes nærmere på feedback indsendt af interessenter, der ønsker at give deres mening tilkende, inden den nye regulering vedtages. Der vil foretages en analyse af dette materiale, og på baggrund af denne analyse tages stilling til første underspørgsmål i problemformuleringen.

*Den anden undersøgelse* i afhandlingen omhandler hvilken selskabsstruktur, der vil være mest optimal for alternative investeringsfonde at benytte. I kapitel 5 belyses aktieselskabet og kommanditselskabet for at anskueliggøre, hvorledes investeringsfondene skal forholde sig til disse to strukturer skattemæssigt og lovgivningsmæssigt. For at lave en grundig vurdering af hvilken selskabsstruktur, der er mest optimalt, undersøges en anden investeringsfond for at forstå deres selskabsstruktur, og hvorfor de har valgt denne. Ud fra denne undersøgelse foretages en analyse, der fokuserer på hvilken virksomhedsform investeringsfondene skal vælge. Endeligt belyses aktieselskabers mulighed for at omdanne sig til et kommanditselskab.

## 1.5 Kildeafsnit

I det danske reguleringshierarki har Grundloven højere rang end almindelige love, der har højere rang end bekendtgørelser og andre administrative forskrifter, der igen har højere rang end private aftaler. Lex superior-princippet fastsætter at regler af lavere rang normalt vil være ugyldige, hvis de strider mod regler af højere rang, fx er en grundlovsstridig lov ugyldig.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> (Tvarnø & Nielsen, 2017) s. 57

Retskilderne i EU kan ligeledes klassificeres. Det der rangerer højest er primærretten, som består af EU's traktatgrundlag, grundlæggende rettigheder og almindelige retsprincipper. Herefter kommer den bindende sekundærregulering, som er forordninger, direktiver, afgørelser m.m. I EU's lovgivning findes der ligeledes soft-law, som er ikke-bindende regulering. Den ikke-bindende regulering kan udgøre henstillinger og udtalelser fra EU-institutioner. Efter soft-law kommer EU-praksis i hierarkiet. EU-praksis består af EU-domstols praksis og juridiske forskningspraksis.<sup>5</sup>

Denne afhandling benytter sig af forskellige retskilder, der har forskellige retskildeværdier. Der benyttes primære retskilder, såsom et EU-direktiv og national lovgivning. Disse primære retskilder benyttes til at angive, hvad gældende ret er på undersøgelsesområdet. Der benyttes ligeledes sekundære retskilder i afhandlingen. Disse benyttes til at fortolke og forstå området, som afhandlingen ønsker at belyse. De sekundære retskilder der benyttes er juridiske artikler, juridiske litteratur og rapporter fra EU.

Afhandlingen vil have stort fokus på forslaget vedrørende ændringen af EU-direktivet. For at forstå dette vil der blive anvendt dertilhørende rapporter, som danner grundlag for ændringen. Forarbejderne til direktivet vil blive benyttet til fortolkning, således det skaber en forståelse for, hvorfor Kommissionen ønsker denne ændring af EU-direktivet.

I analysen af hvilken påvirkning ændringen af EU-direktivet vil have, vil der blive inddraget udtalelser fra interessenter i Den Europæiske Union. Disse udtalelser vil hjælpe med at belyse analysen fra forskellige synspunkter.

I undersøgelsen af hvilken selskabsstruktur de alternative investeringsfonde skal benytte sig af, vil der blive inddraget juridisk faglitteratur og national lovgivning. Disse kilder benyttes for at fremlægge fakta vedrørende de to selskabsstrukturer og derefter vurdere hvilken selskabsform, der passer bedst på alternative investeringsfonde.

---

<sup>5</sup> (Tvarnø & Nielsen, 2017) s. 98

## 2. Forvaltere af alternative investeringsfonde

En forvalter af alternative investeringsfonde er en juridisk person, hvis sædvanlige erhvervsmæssige virksomhed består i forvaltning af en eller flere alternative investeringsfonde jf. FAIF-direktivet, artikel 4, stk. 1, litra b. For at agere forvalter skal man være godkendt og have modtaget en FAIF-tilladelse. Forvaltere af en eller flere AIF'er er underlagt tilsyn af Finanstilsynet. For at vurdere hvorvidt et selskab skal betegnes som en forvalter af alternative investeringsfonde, og dermed er omfattet af FAIF-loven, er det relevant at kigge på betingelserne i FAIF-lovens § 3, stk. 1, nr. 1. Her skal det bedømmes hvorvidt den fond som FAIF'en forvalter er en AIF.

FAIF-lovens § 4, stk. 1, er den mest centrale bestemmelse i FAIF-loven, da det er den grundlæggende regel til at definere om AIF'en er selvforvaltende, eller om den forvaltes af en FAIF. Hvis AIF'en forvaltes af en FAIF, er det FAIF'en, der skal leve op til lovens bestemmelser. Det er således ikke AIF'erne, der reguleres igennem lovgivningen, men derimod FAIF'erne.

En AIF kan godt være selvforvaltende, det vil sige den ikke er underlagt forvaltning af en FAIF. Hvis en AIF ikke er omfattet af en aftale om at blive forvaltet af en FAIF er FAIF-lovens bestemmelser som udgangspunkt stadig gældende for en selvforvaltende AIF.<sup>6</sup>

Det fremgår af forarbejderne til FAIF-lovens § 4, stk. 1 således;

*”Ekstern forvaltende fonde vil ofte kun have en bestyrelse og hele den daglige drift ligger hos forvalteren. Fonde, der er selvforvaltende, skal imidlertid selv ansætte direktør, medarbejdere m.v. og stå for den daglige drift, herunder risikostyringen og porteføljeplejen. Selvforvaltende fonde skal således selv leve op til de krav, som loven stiller til en forvalter, og blive registreret eller søge om tilladelse som forvalter af alternative investeringsfonde.”<sup>7</sup>*

Der er således ingen mellemløsning. AIF'en skal enten være selvforvaltende eller have en forvaltende FAIF, der har fået tilladelse fra Finanstilsynet. Uanset om det er AIF'en selv, der forvalter, eller der er tale om en FAIF, er FAIF-loven gældende i begge tilfælde.

### 2.1 AIF'er

FAIF-lovens § 3, stk. 1, nr. 1, definerer en AIF som:

---

<sup>6</sup> (Birkmose & Kruhl, 2015) s. 59

<sup>7</sup> (Birkmose & Kruhl, 2015) s. 60

*”En kollektiv investeringsenhed eller investeringsafdeling deraf, som:*

- a) rejser kapital fra en række investorer med henblik på at investere den i overensstemmelse med en defineret investeringspolitik til fordel for disse investorer, og*
- b) ikke skal have tilladelse i henhold til de regler, der gennemfører artikel 5 i direktiv 2009/65/EF af 13. juli 2009 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapir (investeringsinstitutter). ”<sup>8</sup>*

En AIF er altså en enhed, eller en afdeling i enheden, som rejser kapital fra en række investorer med henblik på at investere kapitalen i overensstemmelse med en defineret investeringspolitik med det formål at skabe et aggregeret afkast for sine investorer. Der findes mange forskellige AIF'er, og det er derfor investeringspolitikken, der definerer, hvordan AIFens investeringsstrategi er. Disse AIF'er findes ligeledes i forskellige juridiske organiseringer og kan beskrives som en kollektiv investeringsenhed. AIFens retlige form (hvorvidt der er tale om A/S, K/S m.m.) er uden betydning og ligeledes er det uden betydning hvilke aktiver, investeringsfonden investerer i.<sup>9</sup> Det er investorerne, der ejer AIF'erne, og det at være investor i en AIF giver således stemmeret på generalforsamlingen.

ESMA har sideløbende med definitionen i FAIF-direktivets artikel 4 offentliggjort nogle retningslinjer<sup>10</sup>, der skal være med til at definere, om der er tale om en AIF. Formålet er derudover at skabe en fælles forståelse af begreberne, der benyttes i denne artikel, således alle Medlemsstaternes kompetente myndigheder behandler og definerer disse begreber ens, og der opnås bedst mulig harmonisering.

Når der i lovtæksten bliver henvist til den kompetente myndighed, er der i Danmark tale om Finanstilsynet. Det er Finanstilsynet, der har kontrol og overvågning på området vedrørende alternative investeringsfonde.

Den kompetente myndighed har ifølge FAIF-lovens § 3, stk. 9 muligheden for at foreskrive nærmere regler for, hvornår AIFen opfylder de oplyste betingelser i FAIF-loven § 3, stk. 1, nr. 1, litra a. Den kompetente myndighed har benyttet sig af denne bemyndigelse og udarbejdet FAIF-bekendtgørelsen.

---

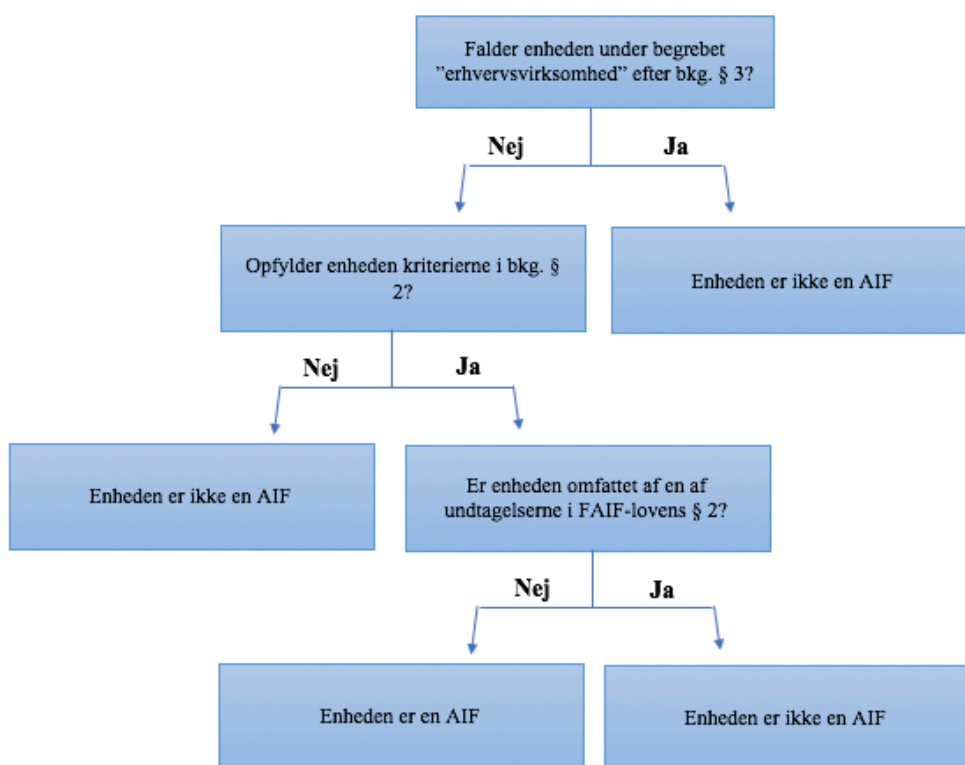
<sup>8</sup> (Lovbekendtgørelse 2021-11-01 nr. 2015 om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v., 2022)

<sup>9</sup> (Birkmose & Kruhl, 2015) s. 26

<sup>10</sup> (ESMA retningslinjer for FAIF-nøglebegreber, 2013)

De definitioner, som Finanstilsynet har valgt at gøre brug af i FAIF-bekendtgørelsen, er ordret netop de samme som definitionerne i de udarbejdede retningslinjer fra ESMA vedrørende FAIF-nøglebegreber.<sup>11</sup>

Når det skal vurderes, om enheden udgør en AIF, tages der udgangspunkt i FAIF-bekendtgørelsen. Denne er opbygget således, at det først skal vurderes, om enheden udgør en ”erhvervsvirksomhed” efter bekendtgørelsens § 3. Hvis dette ikke er tilfældet, skal det vurderes, hvorvidt enheden opfylder betingelserne i bekendtgørelsens § 2 vedrørende alternative investeringsfonde. Hvis betingelserne i bekendtgørelsens § 2 er opfyldt, vurderes det, at enheden udgør en AIF med mindre at undtagelserne i FAIF-lovens § 2 finder anvendelse. Denne proces er illustreret i nedstående figur:



Figur 1: Er enheden en AIF?<sup>12</sup>

<sup>11</sup> (Birkmose & Kruhl, 2015) s. 26

<sup>12</sup> (Birkmose & Kruhl, 2015) s. 27

For at enheden udgør en AIF efter FAIF-bekendtgørelsens § 2, stk. 1, skal de enkelte begreber i bestemmelsen være tilstede og opfyldt. Der skal således være tale om en enhed, der *rejser kapital fra en række investorer* med henblik på at investere kapitalen i overensstemmelse med en *defineret investeringspolitik* med det formål at skabe et *aggregeret afkast*, og hvor ejerne af *en eller flere andele* i enheden som kollektiv gruppe ikke har nogen *daglige beføjelser eller kontrol*.<sup>13</sup> I nedenstående gennemgås disse begreber, der skal være opfyldt, for at enheder udgør en AIF.

Begrebet ”rejse kapital” er defineret i FAIF-bekendtgørelsens § 1, nr. 5, som; ”*En kommerciel aktivitet udført af enheden, et selskab eller en person, som har forbindelse til enheden, med det direkte eller indirekte formål at skabe en forpligtigelse eller overførsel af kapital fra en eller flere investorer til enheden med henblik på at investere kapitalen i overensstemmelse med en defineret investeringspolitik*”. ESMA har præciseret dette i retningslinjer for FAIF-nøglebegreber og understreger her i punkt 14 a), at der godt kan være tale om en AIF, selvom at aktiviteten kun finder sted én gang, ved flere lejligheder eller kontinuerligt samt punkt 14 b) overførslen eller forpligtelsen af kapital sker i form af bidrag i kontanter eller aktiver.<sup>14</sup>

Når det skal vurderes, hvorvidt begrebet ”en række investorer” er opfyldt, kan dette skabe en del tvivl. ”En række investorer” kan give anledning til tvivl i forhold til, om der skal være flere deltagende investorer og ikke blot én, for at enheden kan defineres som en AIF. Dette er dog ikke tilfældet, da det er muligt blot at have én investor og stadig defineres som en AIF. I FAIF-bekendtgørelsens § 1, nr. 4, er begrebet defineret som; ”*En eller flere investorer, medmindre loven, enhedens vedtægter eller en aftale forhindrer enheden i at rejse kapital fra flere end én investor. Såfremt en enhed udelukkende rejser kapital fra én investor i henhold til loven, enhedens vedtægter, eller aftale herom, er der efter denne bekendtgørelse alligevel tale om en række investorer, hvis kapitalen er rejst gennem strukturer eller aftaler, der omfatter flere juridiske enheder eller personer*”. En enhed med blot én

---

<sup>13</sup> (Birkmose & Kruhl, 2015) s. 31

<sup>14</sup> (Birkmose & Kruhl, 2015) s. 31



ejer kan således godt være en AIF, hvis ikke der er noget til hinder for, at der senere hen kan tilgå flere ejere i enheden.<sup>15</sup>

”Defineret investeringspolitik” følger af FAIF-bekendtgørelsens § 2, stk. 2. Dette er ligeledes yderligere præciseret i ESMA’s retningslinjer. Når der skal tages stilling til, om der er tale om en ”defineret investeringspolitik”, skal de oplyste punkter i FAIF-bekendtgørelsens § 2, stk. 2 ses som faktorer, der indikerer, at der er en eksisterende defineret investeringspolitik, enten enkeltvis eller tilsammen.<sup>16</sup>

Begrebet ”aggregeret afkast” findes i FAIF-bekendtgørelsens § 1, nr. 1, og bestemmes som; *”Et afkast, som er afledt af den samlede risiko, der opstår ved at erhverve, besidde eller sælge investeringsaktiver, herunder aktiviteter, der har optimeret eller øget værdien af investeringsaktiverne”*. ESMA har også her præciseret definitionen af aggregeret afkast og tilføjet, at uanset hvorvidt der generes forskellige afkast i form af eksempelvis individuel udbytte politik eller ens afkast til investorerne, er dette stadig gældende.<sup>17</sup>

Begrebet ”en eller flere andele” er defineret i FAIF-bekendtgørelsens § 1, nr. 3, som; *”Enhver ejerandel af formuen i en enhed.”*

Begrebet ”daglig beføjelser eller kontrol” findes i FAIF-bekendtgørelsens § 1, nr. 2. Her fastsættes, at der skal være tale om; *”En direkte og vedvarende beslutningskompetence over operationelle forhold, der vedrører den daglige drift af enhedens aktiver, som er betydelig mere omfattende end den sædvanlige udøvelse af kontrol eller beføjelser gennem afstemning ved enhedens generalforsamlinger vedrørende forhold som fusion, valg af bestyrelsesmedlemmer, direktører, revisorer eller godkendelse af årsregnskaber.”*<sup>18</sup> Ejerne må altså ikke have påvirkning på den daglige forvaltning af de alternative investeringsforeninger.

---

<sup>15</sup> (Bekendtgørelse om alternative investeringsfonde, 2013)

<sup>16</sup> (Birkmose & Kruhl, 2015) s. 34

<sup>17</sup> (Birkmose & Kruhl, 2015) s. 35, (ESMA retningslinjer for FAIF-nøglebegreber, 2013)

<sup>18</sup> (Birkmose & Kruhl, 2015) s. 36

En AIF adskiller sig fra mere traditionelle investeringsmuligheder ved at have meget brede rammer til fastsættelse af dennes investeringsstrategi. Det bestemmes i fondens politik for investering, hvilken investeringsstrategi AIF'en skal følge, og hvorledes kapitalen i fonden skal forvaltes for at skabe det bedst mulige afkast for AIF'ens investorer. De brede investeringsrammer, der findes i AIF'erne, er med til at kategorisere dem som risikofyldte. Omvendt kan der plæderes for, at der er bedre muligheder for at skabe et markedsneutralt afkast, der er anderledes, end ved de investeringsmuligheder som almindeligvis vælges. AIF'erne er derved ikke begrænset i forhold til, hvor meget risiko de kan tage, ud over at de ikke må overskride deres investeringsmandat, som er vedtaget i politikken for investering i AIF'en.

Grundet ovenstående bør en investering i en AIF ses som et supplement til andre mere traditionelle investeringer, såsom aktier, obligationer m.m., og bør kun udgøre en mindre del af den samlede portefølje for en investor. Dette skyldes, at AIF'er har en høj risikovurdering, og at de kan være komplicerede at forstå som almindelig investor.

### 2.1.1 AIF i en åben struktur

Der er den 17. december 2013 udstedt yderligere regler fra Kommissionen, der nærmere fastsætter hvordan en åben AIF defineres. Dette er gjort i artikel 1, stk. 2 i den delegerede forordning, som lyder således;

*”Som en FAIF, der forvalter en AIF af den åbne type, anses en FAIF, der forvalter en AIF, hvis kapitalandele på anmodning af en eller flere kapitalandelshavere direkte eller indirekte over AIF'ens aktiver tilbagekøbes eller indløses før indledningen af likvidations- eller afviklingsfasen efter de procedurer og med den hyppighed, der er fastsat i dens regler eller vedtægter, prospekter eller udbudsdokumenter.*

*Et fald i AIF'ens kapital i forbindelse med udlodninger i henhold til AIF'ens regler eller vedtægter, prospekter eller udbudsdokumenter, herunder en udlodning, der er godkendt ved en beslutning truffet af kapitalandelshaverne i henhold til disse regler eller vedtægter, prospekter eller udbudsdokumenter, indgår ikke i vurderingen af, hvorvidt AIF'en er af den åbne eller den lukkede type.*

*Om en AIF's kapitalandele kan handles på det sekundære marked og ikke genkøbes eller indløses af AIF'en, tages ikke i betragtning ved bestemmelsen af, hvorvidt AIF'en er af den åbne eller den lukkede type.*"<sup>19</sup>

Når en AIF bliver forvaltet i en åben struktur kan investorerne løbende investere i AIF'en, ligesom de inden for fastsatte intervaller normalt kan få deres investering indløst. Det vil sige, at fonden kan vokse sig større, når investorerne kan købe andele løbende. AIF'en skal som minimum offentliggøre den indre værdi mindst én gang om året. Det er AIFens ansvar at sikre, at transaktioner kan finde sted med udgangspunkt i AIFens indre værdi. Yderligere må AIFens vedtægter, ikke indeholder regler, som begrænser omsætteligheden. Selvom en fond er af den åbne struktur, kan denne godt beslutte, at det ikke er muligt for fonden at forvalte yderligere kapital i øjeblikket og i den forbindelse lukke for indgående kapital i fonden. Hvis denne beslutning tages, betyder det ikke, at fonden i stedet bliver en lukket fond, da der stadig er mulighed for løbende og hurtig udtrædelse.

### 2.1.2 AIF i en lukket struktur

Når en AIF bliver forvaltet i en lukket struktur, er der ikke mulighed for løbende emission og indløsning. Dette betyder, at en handelspris kan afvige betydeligt fra AIF'ens indre værdi. Den lukkede struktur gør ligeledes, at der kun hentes kapital fra investorerne en gang, typisk når fonden oprettes. Det er altså ikke muligt, på samme måde som i en åben struktur, for investorerne at købe andele i fonden løbende. Det er ligeledes heller ikke muligt for investorerne at træde ud på samme måde som i den åbne struktur. Udtrædelse i den lukkede struktur afvikles typisk over en lang periode, hvis det overhovedet er muligt at udtræde. Det kan være besluttet ved fondens oprettelse, at udtrædelse først kan ske, når fonden er færdigafviklet. På samme måde som et aktieselskab er en lukket AIF forpligtet til at holde sine investorer orienteret om udviklingen ved at offentliggøre halvårs- og årsregnskaber.

## 3. Retlig regulering

Denne afhandlings retlige omdrejningspunkt vil være FAIF-loven og FAIF-direktivet, da det er disse, der regulerer forvaltere af alternative investeringsfonde.

---

<sup>19</sup> (Kommissionens delegerede forordning (EU) Nr. 694/2014, 2013)

### 3.1 FAIF-loven

Lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. implementerer Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU af 8. juni 2011 og trådte i kraft 22. juli 2013. Loven regulerer forvaltere, der skal søge om tilladelse, henholdsvis forvaltere, som alene skal registreres hos Finanstilsynet. Loven indeholder blandt andet krav om risikostyring, rapportering, gennemsigtighed, depositar, værdisættelse, organisation, aflønning m.v. og det tilsyn med forvalterne, som udøves af Finanstilsynet. I tilknytning til reglerne er der vedtaget diverse forordningstekster og bekendtgørelser, der er direkte gældende.<sup>20</sup>

Formålet med loven er at skabe et effektivt indre marked for forvaltning af alternative investeringsfonde gennem indførelsen af mere ensartede regler på området og ved at åbne mulighed for grænseoverskridende forvaltning af alternative investeringsfonde. Samtidig sikres der gennemsigtighed og åbenhed over for investorerne og dermed en ensartet beskyttelse for samtlige investorer.<sup>21</sup>

Loven ønsker som udgangspunkt ikke at regulere alternative investeringsfonde, men derimod forvalterne af disse alternative investeringsfonde. Der er dog nogle steder i lovgivningen, hvor der reguleres en smule på alternative investeringsfonde. Dette er som udgangspunkt gjort, da FAIF-direktivet på enkelte punkter regulerer alternative investeringsfonde som sådan.<sup>22</sup>

### 3.2 FAIF-direktivet

FAIF-direktivet blev vedtaget som et led i genopbygningen efter den globale finanskrisen i 2008. Dette blev gjort som én af en række politiske indsatser for at forhindre, at en lignende krise skulle ramme det globale finansielle system igen. Finanskrisen påviste en række svagheder i nogle af de fondsaktiviteter, der foretages i Den Europæiske Union. Disse svagheder sås som en mulig trussel for det globale finansielle system. Fra politisk side var der et ønske om at skabe en sammenhængende

---

<sup>20</sup> (Birkmose & Kruhl, 2015) s. 5

<sup>21</sup> (Lovbekendtgørelse 2021-11-01 nr. 2015 om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v., 2022), kommentar til hovedloven

<sup>22</sup> (Lovbekendtgørelse 2021-11-01 nr. 2015 om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v., 2022), § 1, stk. 3, kommentar nr. 4

tilsynsmæssig tilgang til de trusler og risici, som forvaltere af alternative investeringsfonde og deres AIF'er kan overføre til det globale finansielle system.

Et andet væsentligt tiltag i FAIF-direktivet er ønsket om at sikre en høj grad af beskyttelse overfor investorerne i Den Europæiske Union. Ved at regulere forvalterne af alternative investeringsfonde kan dette øge beskyttelsen for både almindelige og professionelle investorer, da der med direktivets indførelse vil være kontrol og tilsyn med disse forvaltere.

Ved indførelse af FAIF-direktivet ønskes det ligeledes at lette tilgængeligheden af alternative investeringsfonde i Den Europæiske Union. Ved at lave en fælles regulering for alle forvaltere af alternative investeringsfonde i Den Europæiske Union bliver det mere gennemsigtigt for investorerne at investere i disse, da man ønsker at harmonisere reglerne i alle Medlemsstaterne.

FAIF-direktivets indførelse har en vigtig betydning for kapitalmarkedsunionen, da disse alternative investeringsfonde giver personer og selskaber adgang til finansieringskilder, som ikke er de traditionelle finansielle institutter, eksempelvis bankerne. Det giver altså adgang til at virksomheder kan låne kapital, som de ellers ikke ville have adgang til. De giver ligeledes investorerne en større sikkerhed, da disse har mulighed for at sprede deres investeringer ved at supplere deres private porteføljer med investeringer i alternative investeringsfonde.<sup>23</sup>

Formålet med FAIF-direktivet er at fastsætte nogle rammer og krav til, hvorledes disse forvaltere bør forvalte de AIF'er, de er ansvarlige for. Dette implementeres ved at skabe en fælles forståelse på tværs af Den Europæiske Union samt ved at harmonisere disse regler og skabe stringente rammer for hvorledes forvalterne reguleres, og hvordan de forskellige Medlemsstater skal føre tilsyn med disse.<sup>24</sup>

---

<sup>23</sup> (Europa-Kommissionen, Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af direktiv 2011/61/EU og 2009/65/EF, 2021) s. 1

<sup>24</sup> (Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU, 2011) præambel 4

### 3.3. Lovgivningsprocedure i EU

Når EU skal fastsætte ny lovgivning, kan der benyttes flere forskellige lovgivningsprocedurer. Lovgivningsproceduren bestemmes alt efter hvilken type lovgivning, der skal fastsættes. Størstedelen af de love, der bliver vedtaget i EU, vedtages af Parlamentet og Rådet i forening. Der kan dog være tilfælde, hvor lovene kan bestemmes af en enkelt EU-institution.

Langt de fleste tilfælde af ny EU-lovgivning sker derfor ved, at Parlamentet og Rådet i enighed beslutter disse. Kommissionen fremsætter derved det nye forslag for Parlamentet og Rådet, der i beslutningsprocessen har lige meget indflydelse.

Parlamentet og Rådet gennemgår lovforslaget gennem flere behandlinger og laver ændringer til forslaget, hvis dette er nødvendigt. Hvis Parlamentet og Rådet er enige i ændringerne, kan det nye forslag vedtages med det samme. Hvis der opstår den situation, at Parlamentet og Rådet ikke er enige i de foreslåede ændringer, skal det nye forslag sendes videre til andenbehandling. Hvis der i denne andenbehandling heller ikke kan nås til enighed, skal det nye forslag fremlægges for et forligsudvalg. Forligsudvalget består lige fordelt af repræsentanter fra Parlamentet og Rådet. Når der herefter er opstået enighed om det nye forslag, fremsendes det til tredjebehandling i Parlamentet og Rådet, og herefter bliver den endelige lovgivning vedtaget.<sup>25</sup>

Kommissionen har mulighed for at vedtage to forskellige typer af ikke-lovgivningsmæssige retsakter. Her er der tale om gennemførelsesretsakter og delegerede retsakter. Gennemførelsesretsakter er tiltag, der fastsætter, hvordan love skal gennemføres, således at de bliver gennemført på samme måde i alle Medlemsstaterne. Delegerede retsakter er retsakter, som ændrer eller supplerer lovgivning, der allerede eksisterer i forvejen.<sup>26</sup>

Der er i dette tilfælde tale om en delegeret retsakt, som Kommissionen har fået tildelt. Når Kommissionen modtager denne delegation, er det fastsat, at retsakten ikke må ændre på væsentlige elementer i loven. Den lovgivningsmæssige retsakt skal fastlægge formål, indhold, anvendelsesområde og tidsrum for delegeringen. Parlamentet og Rådet har dog ret til at tilbagekalde delegationen eller gøre indsigelse mod den delegerede retsakt.<sup>27</sup>

---

<sup>25</sup> (Europa-Kommissionen, Vedtagelse af EU-love, u.d.)

<sup>26</sup> (Europa-Kommissionen, Vedtagelse af EU-love, u.d.)

<sup>27</sup> (Europa-Kommissionen, Gennemførelsesretsakter og delegerede retsakter, u.d.)

Når Kommissionen skal udarbejde og vedtage disse delegerede retsakter, gør de det ved at høre ekspertgrupper, som er nedsat med repræsentanter fra alle Medlemsstaterne. Kommissionen ønsker en bedre regulering og har derved indført en feedback periode, hvor interessenter inden for fire uger kan komme med feedback på udkastet udgivet af Kommissionen.

Når feedbackprocessen er overstået, og Kommissionen har vedtaget den delegerede retsakt, har Parlamentet og Rådet to måneder til at gøre indsigelse mod dette forslag. Hvis der ingen indsigelser er, bliver den delegerede retsakt vedtaget.<sup>28</sup>

## 4. Nyt forslag fra Kommissions om ændring af FAIF-direktivet

Det nye lovforslag fra Kommissionen omfatter ændringer i direktivet om forvaltere af alternative investeringsfonde (FAIF-direktivet – direktiv 2011/61/EU).

I forbindelse med revisionen af FAIF-direktivet konkluderede Kommissionen, at målene om at integrere EU-markedet for alternative investeringsfonde, sikre et højt investorbekyttelsesniveau og beskytte den finansielle stabilitet i det store og hele er opfyldt. Det blev dog ligeledes konkluderet, at der er behov for at harmonisere reglerne for forvaltere af alternative investeringsfonde som forvalter lånudstedende AIF'er, for at præcisere, hvilke standarder, der er gældende for FAIF'er, der delegerer deres funktioner til tredjemand. Dette med henblik på at sikre ligebehandling af virksomheder, der opbevarer aktiver, forbedre adgangen til depositartjenester på tværs af grænserne, optimere indsamlingen af tilsynsdata og lette anvendelse af likviditetsværktøjer i hele Den Europæiske Union. Der er således brug for ændringer for at afhjælpe disse huller i lovgivningen med henblik på at forbedre funktionen af direktivet.<sup>29</sup>

### 4.1. AIF'er der låner penge ud

Mange AIF'er i Danmark er lånudstedende AIF'er. En lånudstedende AIF kan være en investeringsfond, der låner penge ud til andre børsnoterede selskaber. Dette foregår ved, at et børsnoteret selskab, som har brug for kapital til eksempelvis udvikling, retter henvendelse til en lånudstedende AIF. Det

---

<sup>28</sup> (Europa-Kommissionen, Gennemførelsesretsakter og delegerede retsakter, u.d.)

<sup>29</sup> (Europa-Kommissionen, Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af direktiv 2011/61/EU og 2009/65/EF, 2021) s. 19

børsnoteret selskab kan enten låne penge her og nu i form af det, der ofte bliver kaldt et bridgelån, eller de kan lave en fortegningsretsemission. Hvis det børsnoterede selskab ønsker at foretage et bridgelån sker dette ved, at de får udbetalt det aftalte lånebeløb, som løber over en given periode, hvor de skal betale en fast rente. Hvis det børsnoterede selskab ønsker at lave en fortegningsretsemission sker dette ved, at det børsnoterede selskab kontakter den låneudstedende AIF og fortæller, at de har påtænkt en emission. Herefter oplyses det, hvor meget kapital det børsnoterede selskab ønsker at indhente ved emissionen. Der laves en aftale mellem AIFen og det børsnoterede selskab om, at AIFen skal stille garanti for hele den ønskede kapital, som det børsnoterede selskab ønsker at indhente ved emissionen (medmindre det er en splittet garanti mellem flere garantistillere), hvorefter der bliver udstedt tegningsretter til de allerede eksisterende aktionærer i det børsnoterede selskab. I garantiaftalen indskrives det hvor mange % af den ønskede kapital, AIFen får for at stille garantien, uanset hvor meget der bliver tegnet for af de eksisterende aktionærer. Herefter kan AIFen blive kaldt på deres garanti fra 0-100 %. Hvis AIFen bliver kaldt 100 % på garantien betyder dette, at AIFen skal betale det børsnoterede selskab hele den ønskede kapital, imod at AIFen modtager eksempelvis aktier eller warranter.

Låneudstedende AIF'er er dermed med til at sikre, at små virksomheder kan låne kapital til at udvikle deres forretninger og fremme deres udvikling.

Forslagene til ændringerne i FAIF-direktivet er i overensstemmelse med Kommissionens plan om en kapitalmarkedsunion. Formålet med kapitalmarkedsunionen er at muliggøre kapitalstrømme i form af investeringer og opsparinger på tværs af EU's Medlemsstater til gavn for forbrugere, investorer og virksomheder, uanset hvor de befinder sig. Kapitalmarkedsunionen bør give små og mellemstore virksomheder adgang til finansiering, og investorer burde kunne investere i projekter i hele Den Europæiske Union.<sup>30</sup>

Investorerne skal have flere valgmuligheder når det gælder opsparing og investeringer. De bør være velinformerede vedrørende bæredygtighedsaspekter og have en vis beskyttelse, uanset hvor i Den

---

<sup>30</sup> (Europa-Kommissionen, Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Rådet, Det Europæiske økonomiske og sociale udvalg og Regionsudvalget. En kapitalmarkedsunion for mennesker og virksomheder - Ny handlingsplan, 2020) s. 2



Europæiske Union de befinder sig<sup>31</sup>. Når investorer skal vælge, hvilke finansielle produkter eller tjenesteydelser de vil benytte sig af, bør dette være baseret på et konkurrencepræget valg i stedet for markedsstyrke. Der bør derfor ikke være nogle hindringer for, at der kan ske grænseoverskridende investeringer i Den Europæiske Union. Disse hindringer kan forekomme fra national lovgivning, beskatning og tilsyn, og disse bør derfor reguleres således, at de ikke hindrer de frie kapitalbevægelser i Den Europæiske Union. Beslutninger vedrørende investering bør derfor reguleres i et regelsæt, der er fælles for hele Den Europæiske Union, der gælder for alle operatører på markedet, uanset hvor i Den Europæiske Union, de er hjemmehørende.<sup>32</sup>

Gennemførelsen af kapitalmarkedsunionen er ligeledes en afgørende faktor for at fremme private investeringer i virksomheder, således at dette kan være med til at supplere den støtte, virksomhederne kan få fra det offentlige system. Virksomhederne har brug for flere solide finansieringskilder, således at afhængigheden af en enkelt finansieringskilde mindskes. Hvis der ikke er tilstrækkelige finansieringskilder, vil dette medføre, at genrejsningen efter Covid-19-krisen vil blive forsinket, hvilket vil bringe Den Europæiske Union i en ufordelagtig position sammenlignet med andre økonomier med mere diversificeret finansieringsstrukturer.<sup>33</sup>

Covid-19-krisen har gjort det mere presserende at gennemføre kapitalmarkedsunionen, da markedsbaseret finansiering er af afgørende betydning for EU-økonomiens genopretning og for tilbagevenden til langsigtet vækst. Flere virksomheder har benyttet sig af offentlig støtte og banklån for at kunne klare sig igennem krisen og håndtere de kortsigtede likviditetsproblemer, virksomhederne har været eksponeret for ved nedlukninger. Disse nye forslåede lovgivningsmæssige ændringer vil understøtte finansieringen af markedsintegrationen og dermed bidrage til at opfylde disse mål.

---

<sup>31</sup> (Europa-Kommissionen, Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Rådet, Det Europæiske økonomiske og sociale udvalg og Regionsudvalget. En kapitalmarkedsunion for mennesker og virksomheder - Ny handlingsplan, 2020) s. 3

<sup>32</sup> (Europa-Kommissionen, Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Rådet, Det Europæiske økonomiske og sociale udvalg og Regionsudvalget. En kapitalmarkedsunion for mennesker og virksomheder - Ny handlingsplan, 2020) s. 3

<sup>33</sup> (Europa-Kommissionen, Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Rådet, Det Europæiske økonomiske og sociale udvalg og Regionsudvalget. En kapitalmarkedsunion for mennesker og virksomheder - Ny handlingsplan, 2020) s. 4

En velfungerende kapitalmarkedsunion vil bidrage til at små- og mellemstore virksomheder får flere muligheder at vælge imellem hvad angår finansieringskilder. Dette skyldes, at kapitalmarkedsunionen vil bidrage med et effektivt tilsyn, og dermed kan lånuddstedende fonde være med til at udgøre en alternativ finansieringskilde og dermed skabe mere konkurrence på markedet for finansieringsløsninger og påvirke priserne herved. Covid-19-krisen har påvirket den globale finansielle verden, og her vil disse alternative investeringsfonde kunne være med til at bidrage med genopretningen af økonomien. Dette skyldes, at hvis virksomhederne får mere kapital, vil dette være med til at skabe flere jobs, skabe økonomisk vækst og gøre at virksomhederne kan låne mere kapital, end de ellers ville kunne uden disse fonde. Disse alternative investeringsfonde, der udsteder direkte lån, kan nemlig fungere som en sikkerhed i de situationer, hvor virksomhederne har begrænset likviditet, og bankerne dermed ikke vil låne dem kapital, da de ikke mener, at der er nok likviditetssikkerhed.

Disse nye forslag til FAIF-direktivet er derfor med til at opbygge et indre marked for finansielle tjenesteydelser og lette adgangen til alternativ finansiering for Den Europæiske Unions virksomheder. Dette er i overensstemmelse med kapitalmarkedsunionen, da denne har de samme mål for Medlemsstaterne.<sup>34</sup>

Harmoniseringen af de nye forslag vedrørende FAIF'er, der forvalter låneudstedende AIF'er, vil være til stor gavn for små og mellemstore virksomheder i Den Europæiske Union. De nye tiltag i forslaget til det nye FAIF-direktiv søger nemlig at gøre det muligt for AIF'er at udlåne kapital på tværs af grænserne i Den Europæiske Union. Dette øger derfor muligheden for virksomhederne til at indhente kapital.

Som det er lige nu, er der nogle Medlemsstater i Den Europæiske Union, hvis AIF'er ikke har lov til at udstede direkte lån. Dette kan skyldes, at retten til dette er forbeholdt lokalt etablerede fonde i Medlemsstatens eget land. Hvis denne ændring af FAIF-direktivet vedtages, ville dette medføre, at der vil ske en større integration af markedet, der udbyder låneudstedende fonde og dermed også øge forretningsmulighederne for disse fonde, således at det er mere tiltalende at starte disse. Som følge af større integration af AIF'erne på tværs af Den Europæiske Union vil dette, som nævnt i ovenstående,

---

<sup>34</sup> (Europa-Kommissionen, Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af direktiv 2011/61/EU og 2009/65/EF, 2021) s. 4

medføre, at de små og mellemstore virksomheder får flere valgmuligheder, når det gælder finansieringskilder, og dette vil øge konkurrencen på markedet på låneudstedere, hvilket vil gavne både virksomhederne og investorerne.<sup>35</sup>

Det private kreditmarked har været i hastig vækst, og det er derfor nødvendigt at tage stilling til de mikroprudentielle og makroprudentielle risici, som muligvis ville kunne spredes til det finansielle system via de AIF'er, der udsteder direkte lån. Makroprudentiel risiko kaldes ligeledes systemetisk risiko, og er den risiko, der beskriver den generelle usikkerhed i økonomien. Denne risiko bliver påvirket, hvis markedsværdien af aktiver og passiver ændres. Dette kan ske via ændringer i de generelle markedsværdier, som kan blive påvirket af ændringer i renteniveau, valutakurser m.m. Mikroprudentiel risiko, også kaldet usystematisk risiko, er den risiko, der påhviler de enkelte virksomheder. Det kan således blive påvirket af ændringer internt i selskabet. Denne risiko kan minimeres ved at investorerne foretager stor risikospredning i deres private porteføljer.

I det nye forslag menes det, at de allerede gældende regler for FAIF'er, der forvalter låneudstedende fonde, bør harmoniseres således at risikostyringen på dette område forbedres, og det derved forbedrer risikostyringen på hele det finansielle marked. Dette vil ligeledes bidrage til øget gennemsigtighed for investorerne, der investerer i disse fonde.<sup>36</sup>

Hvis det nye forslag til FAIF-direktivet harmoniseres i hele Den Europæiske Union vil dette medføre, at reglerne herom vil være ens i alle Medlemsstaterne. Det vil derfor blive mere gennemskueligt for investorer at foretage grænseoverskridende investeringer, da alle FAIF'er i Den Europæiske Union skal håndtere deres forvaltning af fondene ens.

Hvis AIF'er indeholder langfristede illikvide lån, og AIF'en forvaltes i en åben struktur, som gør det muligt for investorerne at indløse deres kapitalandele med kort varsel, kan dette medføre, at disse AIF'er ender i likviditetsmismatch. Hvis dette likviditetsmismatch opstår, er det ikke muligt for

---

<sup>35</sup> (Europa-Kommissionen, Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af direktiv 2011/61/EU og 2009/65/EF, 2021) s. 10

<sup>36</sup> (Europa-Kommissionen, Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af direktiv 2011/61/EU og 2009/65/EF, 2021) s. 21

AIF'erne at opfylde de forpligtelser, den har overfor investorerne, da AIFen kan ende i den situation, at den ikke indeholder likviditet nok til at kunne opfylde dens forpligtelser overfor investorerne.

Grundet dette mener Kommissionen, at det er vigtigt at afbøde denne risiko vedrørende likviditetsmismatch ved at indføre, at AIF'er, der udsteder direkte lån, skal være af den lukkede struktur, således at AIFen ikke ender i den situation, hvor at mange investorer ønsker udtrædelser på samme tid, og den derved mister en stor del af dens likviditetsgrundlag. Den lukkede struktur vil på samme tid medføre, at AIF'erne kan holde på likviditeten i en længere periode og i de fleste tilfælde til udløbet af fondens levetid.<sup>37</sup>

Som følge af de ovenstående overvejelser forslår Kommissionen, at der i det nye FAIF-direktiv indføres følgende i Artikel 16 som stk. 2a:

*”En FAIF skal sikre, at den AIF, den forvalter, er af den lukkede type, hvis den nominelle værdi af dens udstedte lån overstiger 60% af dens nettoaktivværdi.”*

Dette er en fundamental ændring for flere AIF'er, da det medfører, at alle lånudstedende AIF'er, hvis primære strategi er udstedelse af lån til børsnoterede selskaber, skal ændre strukturen af deres fond fra en åben til en lukket struktur. Dette kan medføre både fordele og ulemper for både fonden og investorerne, men en sådan ændring kan være omkostningsfuld.

For fonden betyder dette, som nævnt ovenfor, at hvis fonden forvaltes i en åben struktur skal denne omlægges til en lukket struktur. Det vil betyde for fonden, at den ikke kan vokse sig større løbende, da denne er lukket for investering i den valgte løbeperiode. For investorerne betyder dette, at de ikke kan trække deres penge ud af fonden før løbeperioden er afsluttet. Dette kan give en usikkerhed for investorerne i og med, at de ikke kan trække kapital ud i usikre perioder, eller hvis de ønsker at eksponere deres kapital anderledes. Omvendt kan det ligeledes give en tryghed for investorerne, da andre investorer ikke kan udtræde løbende, og at investorerne derved har en større sikkerhed i, at fonden har den fornødne likviditet til at skabe afkast.

---

<sup>37</sup> (Europa-Kommissionen, Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af direktiv 2011/61/EU og 2009/65/EF, 2021) s. 22

#### 4.1.1 Feedback til Kommissionens nye forslag

I processen for vedtagelsen af det nye direktiv har der været en feedbackperiode, som løb fra 25. november 2021 til 24. marts 2022. Her har Medlemsstaterne og selskaber heri kunne komme med feedback til det nye forslag om ændring af direktivet.

Feedback indsendt af Linda Van Goor fra akademisk institution i Holland:

*“Article 16(2a) of the proposal requires an AIF to be closed-ended if the value of its originated loans exceeds 60 % of its net asset value. If retail-AIFs that invest in originated loans are closed-end, this implies a major loss of diversity and resilience of the EU’s financial markets:*

*1. No liquidity for retail investors until the "end" of the fund, while existing funds have shown adequate liquidity for over 20 years including during several shocks.*

*2. Limited access for citizens: Banks will choose to no longer distribute them, since their retail systems are organized for open end funds, for which retail clients can count on liquidity when they need it; so these AIFs are then only available for high net worth individuals; the recent successful growth in banks offering impact funds (for renewable energy, micro-finance, and innovations) in their private banking menu will be nullified;*

*3. Higher risk for retail investors: if funds decrease the amount of loans in the fund in order to stay below 60%, and increase the amount of equity, this will increase the risk profile of the fund; moreover, banks will not want to distribute “combi-funds” for their complexity, so the proposal will in practice only allow equity-only retail-AIFs;*

*4. Less investment in social and environmental impact: if funds cannot be distributed widely, less fund managers will choose to invest in those SMEs that are so crucial for the transition, both high impact innovative environmental entrepreneurs and social enterprises that ensure the supporting fabric of communities and increase resilience;*

*5. Only two choices left for retail investors: invest in (volatile) listed securities or engage in (very high risk) crowd-funding. Major parts of the retail market will be left without a safe investment option;*

*6. Marginalization of the potential market for eco-labelled retail-funds, leaving investors wanting to invest in ESG activities close to home & heart without this option.*

*7. Many smaller, innovative, non-traditional or micro- companies left without access to funding, when they don't fit mainstream banks' standards.”<sup>38</sup>*

---

<sup>38</sup> (van Goor, 2022; Delfrayssi, 2022)

Kommissionen argumenterer for, at fonde skal være i en lukket struktur, hvis fonde overtræder de 60 % i form af direkte lån af deres net asset value (NAV). De ønsker dette gennemført således, at investorerne ikke kan træde ud, som det er muligt i en åben struktur, men i stedet kan træde ud og få tilbagebetalingen fra deres investering ved afslutningen af en fonds levetid, som i den lukkede struktur. Et af Kommissionens argumenter er, at likviditeten af direkte lån ikke er særlig gennemskuelig, da det er svært at sælge i markedet på samme måde, som hvis der var tale om obligationer eller andet, som bliver handlet på et åbent reguleret marked. Det er derfor sværere at sælge et direkte lån, da der ikke er et åbent marked for dette, men et sådan salg er dog ikke umuligt. De direkte lån er vundet mere og mere frem efter finanskrisen, så man frygter derfor fra Kommissionens side, at der skal ske noget i markedet, som gør, at der kommer et likviditetspres i markedet. Hvis dette sker, og fonden er af en åben struktur, kan investorerne træde ud af fonden med kort varsel. Hvis investorerne træder ud under likviditetspres, og investorernes penge er bundet i direkte låneaftaler i fonden, er det ikke muligt at omsætte midlerne og få likviditet ind, og derved heller ikke muligt at imødegå investorernes krav om indløsning og udtrædelse. Fondene vil derfor ende i den situation, at de vil misligholde sine forpligtelser overfor investorerne. Hvis denne situation opstår, vil fondene blive nødt til at brandsælge de direkte lån, og det vil i sidste ende betyde, at der kan skabes mere stress på de finansielle markeder. Med andre ord ser Kommissionen for det finansielle system en risiko i, at disse fonde muligvis ikke vil være i stand til at imødekomme udtrædelser fra investorer, hvis der skulle opstå stress i det finansielle system. Med forslaget forsøger Kommissionen at lægge nogle bindinger på udlån af likviditet i fondene for at sikre likviditeten i fondene og dermed øge robustheden af det finansielle system. Dette kan sammenlignes med tiden efter finanskrisen, hvor der blev lagt bindinger på bankerne i form af kapitalrestriktioner, som bestemmer, at bankerne skal afsætte en vis mængde kapital som sikkerhed i forhold til den risiko, de pådrager sig.

Hvis det bestemmes, at AIF'erne kun skal være af en lukket struktur, hvis der udlånes over 60 % af fondens NAV, mistes diversiteten og modstandsdygtigheden i Den Europæiske Unions finansielle markeder sammenlignet med andre markeder. De fonde, der repræsenteres i den angivne feedback, har eksisteret i over 20 år i en åben struktur, og på trods af at der er forekommet likviditetspres flere gange gennem denne periode, så er der endnu ikke opstået problemer ved, at fondene har været af den åbne struktur.

Hvis dette nye tiltag bliver vedtaget, menes det, at det bliver svært for almindelige investorer (detail investorer) at tilgå disse investeringsfonde. Dette skyldes, at bankerne ikke længere ønsker at distribuere disse fonde, da bankernes distributionssystem for disse fonde som regel er til almindelige investorer. Bankerne distribuerer typisk disse fonde grundet, at de er struktureret som en åben fond. Hvis fondene ikke længere er af den åbne struktur, falder den dermed ud af bankernes distributionssystemer, og det er dermed sværere at give almindelige investorer adgang til disse fonde. Hvis bankerne stopper med at distribuere fondene, vil dette blive et produkt, hvor der kun er adgang til professionelle investorer og institutioner, som er dem, der har de store pengepuljer. Det menes ligeledes, at hvis dette gennemføres, vil der være færre investeringer i ESG-fonde (Environmental, Social and Governance fond), som flere banker har haft stor succes med.

Hvis det nye tiltag bliver vedtaget, menes det ydermere, såfremt at fondene skal ændre struktur fra åben til lukket, at dette vil medføre at flere fonde vil tage flere aktier ind i deres porteføljer i stedet for at være eksponeret i direkte låneaftaler. Dette vil ske således, at fondene rammer under grænseværdien for udlån af NAV, som er de 60 %. Hvis fondene tager flere aktier ind i porteføljerne, vil fondene blive mere risikobetonede, og almindelige investorer vil dermed få en højere risikoprofil i deres private portefølje end tidligere. Der kan ligeledes være en chance for, at kombinationsfonde helt udfases, da bankerne har tendens til kun at distribuere de fonde, som udelukkende indeholder aktier eller direkte lån.

Hvis disse fonde, der ændrer struktur, ikke længere kan sælges og distribueres som investeringsprodukter til alle investorer vil det medføre, at fondene får mindre likviditet ind og nogle vil således miste noget af deres evne til at investere i små og mellemstore virksomheder, hvilket er vigtigt for udvikling i forhold til ESG, innovation m.m. Det vil dermed blive sværere for de små og mellemstore virksomheder at indhente kapital til eksempelvis udvikling af virksomhederne, da den likviditet, som ville komme fra almindelige investorer, vil være faldende eller helt undladt.

Det kan øge risikoen for almindelige investorer, hvis dette indføres, da de ikke vil have samme mulighed og tilgængelighed for at investere i ikke-børsnoterede produkter. De vil derfor højst sandsynligt søge mod at investere i de ting, der er markedshandlet på et reguleret marked eller gå over til crowd-funding (fundraising i form af hjælp fra netværk til at rejse penge til projekter).

Mange små selskaber vil ikke længere have adgang til finansieringskilder, da disse små selskaber højst sandsynligt ikke passer ind i bankens standarder for udlån af likviditet til eksempelvis udvikling.

Feedback indsendt af Serkan Alhan, Erhvervsorganisation, (BlueOrchard, Developing World Markets, Finance in Motion, Incofin Investment Management, MicroVest, ResponsAbility Investments, Symbiotics, Triodos Investment Management, Triple Jump) I Belgien.

*“Most DIIFs are structured as open-ended funds. If the proposed art. 16(2a) would become effective, this would mean that the existing open-ended DIIFs would have to change their fund structure, dilute their portfolios to bring it below the (arbitrary) threshold of 60% of their NAV, or cease their activities entirely. Furthermore, any future initiatives to develop a new open-ended AIF with a loan portfolio exceeding 60% of its NAV would be impossible.”<sup>39</sup>*

Der er rigtig mange af fondene i Den Europæiske Union, der arbejder med direkte lån, som er struktureret i en åben fond. Hvis denne ændring bliver vedtaget, vil alle disse fonde enten skulle lukke deres investeringsaktivitet, ændre deres fonds struktur fra en åben fond til en lukket fond eller nedbringe deres investeringer i direkte lån, således de ikke overstiger 60 % af fondens NAV. Dette forslag vil ligeledes føre til, at det ikke vil være lige så attraktivt at oprette en åben fond i fremtiden.

Feedback indsendt af Carine Delfrayssi, Frankrig Invest fra Frankrig:

*“Detailing some requirements on loan origination: We believe that it should be specified that loan origination does not include shareholder loans. In addition, the specificities of debt funds should be better take into account and the scope of the retention requirement should be strictly defined;*

*-Further tailoring new requirements on liquidity management: We propose adding an option to adapt the 60% threshold proposed by the Commission when a mechanism to meet redemptions requests is in place and justifies such an adjustment;”<sup>40</sup>*

Inden og såfremt at dette træder i kraft ønskes der en bedre definition på hvad låneoptagelse er samt mere individualisering i forhold til fonde, der arbejder med direkte lån. Grænseværdien, som i

---

<sup>39</sup> (Alhan, 2022)

<sup>40</sup> (Delfrayssi, 2022)



øjeblikket et sat til 60 %, bør kunne tilpasses, hvis fonden udarbejder eller har en mekanisme til at håndtere udtrædelser. Hvis fonden har en sådan mekanisme, burde grænseværdien for direkte udlån i forhold til NAV kunne sættes op.

Feedback indsendt af Laurence Habib Caron, BNP Paribas asset management i Frankrig:

*“We understand the European Commission’s purpose of creating more convergence across the EU and having these funds to operate on a cross-border basis. However we consider that the AIFMD should remain an actor directive which regulates the AIFMs and not the AIFs as such. Introducing specific rules on loan originating funds would result in having specific rules for a category of products, which is contradictory with the AIFMD initial spirit and mandate. We also believe that the level of risks caused by these funds remains quite limited and that in any case and that these funds would not create a threat on the stability of the financial market. As a consequence, putting more restrictions on loan originating funds does not seem justified from a risk perspective. In addition, we do not believe that a directive is the right legislative tool to ensure harmonisation across the EU as it could result in diverging interpretations, as it is the case today from one jurisdiction to another. Introducing new rules through a new regulation would be more efficient. In that case, new measures should in counterparty provide some positive developments to AIFMs managing loan origination funds, as passporting of these funds across the EU 27 Member States. The current proposal is not clear and not detailed enough on how modifications will allow to distribute loan originating funds on a cross-border basis throughout the EU. As a consequence, we recommend in particular that following modifications.”<sup>41</sup>*

Den oprindelige tanke med FAIF-direktivet er at regulere FAIF’erne og ikke AIF’erne. Derfor menes det her, at hvis strukturen i FAIF-direktivet skal følges, skal der ikke laves restriktioner på AIF’erne. Hvis dette nye tiltag med 60 % grænsen indføres, vil dette netop gå ind og regulere AIF’erne i stedet for FAIF’erne. Her menes det ligeledes, at hvis dette indføres, går det imod det oprindelige mandat til oprettelse af FAIF-direktivet, da der laves restriktioner på AIF’er med specielle produktkategorier.

Risikoen for disse fonde er stadig relativ lav i forhold til det generelle finansielle marked, og med denne lave risiko er det ikke hensigtsmæssigt at indføre de omtalte restriktioner på fondene. Hvis der skal indføres restriktioner på disse, menes det ikke, at dette skal gøres gennem et direktiv, da de juridiske værktøjer i direktivet ikke er de mest hensigtsmæssige til dette. Med denne løsning vil det

---

<sup>41</sup> (Caron, 2002)

være svært at harmonisere reglerne således, at de bliver ens i alle Medlemsstater, da man kan få forskellige fortolkninger af det samme direktiv på tværs af landegrænser i Den Europæiske Union. Et allerede eksisterende eksempel på dette er, at der i den danske harmonisering af FAIF-direktivet findes begrebet ”semi professionelle investorer”, som er en mellemting mellem detail investorerne og de professionelle investorer. Dette begreb findes ikke i andre Medlemsstater i Den Europæiske Union.

Hvis dette indføres bør de negative effekter, der rammer disse fonde, opvejes af nogle positive effekter. Dette kan eksempelvis være, at fondene bør kunne distribuere deres produkter på tværs af Den Europæiske Union som en byttemarked for, at fondene skal omstruktureres til den lukkede struktur.

Feedback indsendt af Tanguy van de Werve, European Fund and Asset Management Association (EFAMA) i Belgien:

*“EFAMA agrees that loan originating funds can provide a tangible benefit for the real economy, as noted in the Commission’s Explanatory Note. It remains unclear, however, as to the rationale behind introducing rules specific only to loans and why the current principles (which have been designed to apply to all asset classes without distinction) are considered insufficient for this category of asset. EFAMA would caution that certain rules in fact contradict established market practice and as such would have the effect of reversing the growth of this industry and potentially making these products less accessible and attractive to investors. We would contend that the current framework is sufficient to regulate originated loans as an asset class.”<sup>42</sup>*

De fonde, der udbyder direkte lån, kan være med til at skabe en reel effekt i den virkelige økonomi samt en vækst i industrien, da disse kan udbyde lån til virksomheder, der ellers ikke ville kunne indhente kapital til eksempelvis udvikling. Hvis tiltaget indføres vil dette modsige den etablerede markedspraksis, da bankerne og andre lånudbydere ikke vil fordele disse lån til visse virksomheder. Dette vil gøre disse fonde mindre tilgængelige for den almindelige investor. Det menes, at det nuværende FAIF-direktiv og lovgivningen herom er tilstrækkelig i forhold til at regulere de fonde, der udbyder direkte lån.

---

<sup>42</sup> (van de Werve, 2022)

Feedback indsendt af Randy Pattiselanno, Dutch Fund and Asset Management Association (DUFAS) i Holland:

*“We understand the EC’s concern from a liquidity perspective on open-ended AIFs, and fully agree that for investor protection it is crucial that when a fund is open-ended, be it UCITS or AIF, investors can exit such a fund. We do, however, not agree on Article 16(2a) regarding the 60% limit for loans in open-ended funds, as we think any issues there should be addressed in and with liquidity-management rules – and not with a limit which triggers closed-end status. DUFAS thereby wishes to draw attention to the EC/694/2014 framework which expressly states that a fund is open-ended if (in essence) the manager or its documentation say so, and exit is guaranteed at certain dates arranged for in procedures which are part of liquidity management.*

*The notion behind proposing the 60%-limit seems to be that the activity of loan-origination and having loans as assets in a fund, imply per definition that the fund has illiquid assets which a liquidity management framework can’t manage. DUFAS thinks this notion is not correct and we would like to bring to the attention that in the Netherlands many open-ended AIFs have existed for many years. These are loan originating (microfinance) funds, open-ended and for retail, which have never been closed for exits for liquidity reasons. We would therefore like to suggest that if the EC foresees problems with loan originating funds on liquidity, it should seek to solve these through more specific liquidity rules – not with a mandatory closed-end status.*

*DUFAS would like to draw attention to the fact that if the threshold of 60% is maintained, this will mean that current successful microfinance and green funds will cease to exist as many have a loan portfolio of more than 60% needed for their business model, and in order to apply adequate diversification within the loans. Therefore and alternatively, if the EC really needs to impose a limit, we would like to propose a higher limit of at least 85%.”<sup>43</sup>*

AIF’er der er af den åbne struktur, som har direkte lån, er ikke lige så gennemskuelige som andre typer af fonde, hvorfor der er forståelse for Kommissionens bekymring vedrørende likviditetsperspektivet. Dog modsættes 60 %s grænsen, da det menes, at der kan indføres andre likviditetsstyringsværktøjer, som kan regulere dette problem. Et eksempel på dette kan være en udtrædelses gate i AIF’erne. Hvis investorerne ønsker at træde ud, kan der i vedtægterne bestemmes, at dette kan gøres over en tidsperiode med en %vis udbetaling per kvartal. Dette vil sikre, at investorerne ikke kan trække alt deres kapital ud på samme tid, og give fondene en længere periode til at forberede sig på

---

<sup>43</sup> (Pattiselanno, 2022)

at have mindre kapital tilgængeligt. Hvis disse likviditetsstyringsværktøjer indføres, vil det ikke være nødvendigt med en 60 % grænse for direkte lån.

Hvis 60 % grænsen implementeres vil det betyde, at direkte-lån-fondene ikke kan udstede samme mængde af lån til små og grønne virksomheder, hvormed disse måske bliver tvunget til en nedlukning. Derfor menes det, at hvis der skal indføres en grænse skal denne i stedet sættes til 85 % eller lignende.

Feedback indsendt af Maik PreuBner, Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft eV i Tyskland:

*“We welcome the fact that the draft also provides for the possibility of open-end funds to originate loans. However, we do not consider the envisaged limitation, that the notional value of its originated loans must not exceed 60 % of its net asset value to be necessary. The possibility to originate loans for open-end funds that only allow professional investors, should not be limited by an arbitrary thresh-old.*

*We consider the current liquidity management rules under the AIFMD to be adequate and a sufficient protection for all types of funds, including loan-originating funds. The management of any risks arising from the illiquidity of the loans is ensured through the implementation of the requirements for appropriate risk and liquidity management resulting from the AIFMD, now also complemented by additional LMT. Moreover, open-end loan-originating AIFs, in which only professional investors are allowed to invest, does not give rise to any particular risks for financial market stability, especially run risks. Professional investors like insurers, not only have the necessary expertise to invest in loan originating funds but they are also interested in long-term investments, so that short-term returns from them are not to be feared. At the same time, long-term investors need legal certainty with regard to the regulatory and investment law structure of their fund investments, e.g. with regard to the legal nature of the funds. Thus, the legal nature of a fund (open-end or closed) must be conclusively determined ex-ante. This means, that it must not be subject to changes during the term of the fund which the investor cannot influence. From the investor's perspective, the legal nature of the fund is essential to the investment decision and crucial to its own ALM requirements. In addition, different acquisition requirements may apply in some instances with respect to the acquisition of open-end or closed-end funds.*

*An automatic change of the legal nature of the fund from an open-end to a closed-end structure - regardless of actual liquidity – is therefore not only inconsistent with the current, well-functioning principle-based risk management approach but also clearly contradicts the comprehensible needs of investors.*

*In any case, for the aforementioned reasons, we consider it necessary to provide for grandfathering of existing funds with regard to the planned changes in Art. 16 para. 2 a) AIFMD and to exempt them from the planned new regulations. The subsequent change in the legal nature of open-end funds to a closed-end structure would have a significant impact on the contractual relationships with investors who did not have to expect this. As a result, investors could be forced to redeem their shares and switch to non-European funds. Fund managers could then be forced to close their funds. The forced sale of shares would contribute to the creation of instability, which is what the new regulations are intended to avoid.”<sup>44</sup>*

Med dette nye forslag til direktivet ønskes det at forbedre investorbekyttelsen. Men når der er tale om disse direkte-lån-fonde er størstedelen af investorerne professionelle investorer. Det menes derfor ikke, at det er nødvendigt at indføre restriktioner for at beskytte disse investorer, da de har fuld forståelse for, hvad de ønsker at investere i.

De åbne fonde med direkte lån, som kun investeres i af professionelle investorer, giver ikke anledning til en særligt større risiko for det finansielle markeds stabilitet, da det er investorer, der har stort kendskab og erfaring i at investere. Disse investorer er ligeledes typisk langsigtede, så de tager grundig stilling til, hvad de investerer i og spekulerer ikke i kortsigtet afkast. Af denne grund skal det ikke frygtes, at disse investorer skal bruge kapital og derved udtræder fra fondene uden yderligere varsel. Der er derfor ikke grundlag for at der skabes likviditetsmismatch i form af, at fonden ikke kan udbetale kapital til sine investorer, som de skal benytte til at betale andre kreditorer, og dette derved fører til en ond spiral i det finansielle system og giver finansiell stress.

For disse langsigtede investorer er det at spekulere i at lave restriktioner for strukturen af fondene negativt, da deres grundlag for at investere i netop disse produkter derved kan ændres, og dette kan påvirke den udtrædelse, de har accepteret, da de foretog investeringen. Det kan altså være, at disse investorer ikke ville have investeret i produktet, hvis udtrædelsesforholdene pludselig ændrer sig grundet ny regulering.

Hvis restriktionerne indføres, vil det ændre på et velfungerende system for risikostyring af disse fonde, og det vil være til skade for investorerne, der investerer i disse fonde. Såfremt disse regler indføres, menes det, at der bør indføres regler for, at dette ikke skal være gældende for allerede eksisterende fonde, så disse skal lægge deres fonds struktur om og oplyse deres investorer om, at vilkårene for deres investeringer ændres. Hvis dette bliver aktuelt, og de allerede eksisterende fonde ikke skal

---

<sup>44</sup> (Preußner, 2022)

følge de nye regler, vil dette give dem en konkurrencemæssig fordel og skabe en skævvridning på markedet for fonde før og efter denne ændring blev vedtaget. Det kan ligeledes ende i den situation at investorerne bliver tvunget til at træde ud af fondene og indtræde i andre fonde, som ikke er hjemmehørende i Den Europæiske Union. Dette kan medføre, at forvaltere af disse fonde kan være nødsaget til at lukke disse og lave et tvangssalg, som vil medføre ustabilitet på det finansielle marked, hvilket er lige netop det, det nye forslag søger at undgå.

## 4.2 Opsummering

Forslaget om ændringen af direktiv 2011/61/EU er forslået ændret, da Kommissionen ønsker at sætte nogle rammer for udlån af likviditet i investeringsfonde for at sikre likviditeten og derved øge robustheden af det finansielle system i Den Europæiske Union. Kommissionen frygter, at hvis investeringsfondene forvaltes i den åbne struktur, og investorerne ønsker udtrædelse på samme tid eller med korte mellemrum, kan dette påvirke det generelle finansielle system i Den Europæiske Union, da investeringsfonden ikke kan opfylde disse udtrædelser, hvis meget af investeringsfondens likviditet er bundet i direkte lån.

Den generelle feedback fra interessenterne i Den Europæiske Union er negativ vedrørende Kommissionens ønske om at indføre en grænseværdi for mængden af direkte lån i investeringsfonden.

Hvis denne 60 % grænse indføres, mener interessenterne, at diversiteten og modstandsdygtigheden i Den Europæiske Unions finansielle markeder forringes, hvis der sammenlignes med andre markeder, som ligger udenfor Den Europæiske Union.

Et centralt ønske fra Kommissionens side i det nye forslag er ligeledes at øge investorbekyttelsen. Dette kan dog have den modsatte effekt, da det kan medføre, at investeringsfondene vil tage flere aktier eller andre værdipapirer ind i deres porteføljer i stedet for at være eksponeret i direkte lån. Hvis dette er tilfældet, vil investorerne blot blive ramt af risiko på en anden måde, nemlig gennem større eksponering mod aktier. I disse investeringsfonde, hvor der foretages direkte lån, bør Kommissionen overveje, at det er komplicerede investeringsfonde, som typisk har med professionelle investorer at gøre. Der bør derfor ikke indføres restriktioner for at beskytte disse i dette tilfælde, da de har fuld forståelse for hvad produktet, de investerer i, omhandler og har af risiko.

En stor ulempe, der bliver nævnt gentagende gange af interessenter, er, at hvis ændringsforslaget indføres, vil det være sværere for små og mellemstore virksomheder at optage lån til at udvikle deres

virksomheder. Dette vil påvirke udviklingen og innovationen i Den Europæiske Union, da små og mellemstore virksomheder måske ikke kan opnå den fornødne likviditet til dette.

I stedet for at indføre denne grænseværdi bør problemstillingen omhandlende frygt for likviditetsmismatch kunne løses ved at udarbejde et værktøj eller en mekanisme til at håndtere udtrædelserne i fondene, som kan skabe dette mismatch. Dette kan eksempelvis gøres gennem en udtrædelsesgate, som vedtages i selskabets vedtægter.

Det kan ligeledes diskuteres om indførelsen af denne grænseværdi på 60 % følger det oprindelige mandat til FAIF-direktivet, da dette ønsker at regulere FAIF'erne og ikke AIF'erne.

Da forslaget til det nye direktiv stadig er under behandling, vides det ikke, hvorvidt investeringsfondene skal omstrukturere deres åbne forvaltede fonde til den lukkedes struktur. Analysen viser dog, at interessenterne i Den Europæiske Union ikke er enig i, at der skal indføres en grænseværdi.

## 5. Selskabsstruktur

Der findes to typer af selskabsformer; kapital­selskaber og personselskaber.

Kapital­selskaber er de selskaber, der er reguleret i selskabsloven (SL) som er; aktieselskaber, anpartselskaber og partnerselskaber. Et kapital­selskab er en selskabsform med deltagelse af en eller flere fysisk eller juridiske personer. Her hæftes der med selskabskapitalen, der er altså ingen af de deltagende parter, der hæfter personligt for selskabets forpligtelser. Da denne selskabsform er bundet op omkring selskabskapitalen, er det her nødvendigt at opstille nogle fælles regler og nationale forskrifter vedrørende oprettelse af denne selskabskapital samt omverdenens indsigt i formuen, eftersom omverdenens villighed til at kontrahere med kapital­selskabet beror på tilliden til selskabets formue.<sup>45</sup> I nedenstående afsnit 4.1 vil aktieselskabet, som er et kapital­selskab, blive gennemgået.

Person­selskaber er ikke reguleret i selskabsloven, men omfatter; enkeltmandsvirksomheder, interessentskaber og kommanditselskaber. Ved et personselskab hæfter mindst én ubegrænset for selskabets forpligtelser. Det kræver deltagelse af én eller flere fysiske eller juridiske personer. Der er ved

---

<sup>45</sup> (Werlauff, Selskabsret, 2019) s. 29

personselskaber, grundet hæftelsen, ikke behov for at regulere fælles retningslinjer eller nationale foranstaltninger om krav vedrørende mindstekapital til selskabet. Her er omverdenens villighed til at kontrahere med selskabet, baseret på tilliden til ejernes formue.<sup>46</sup> I nedenstående afsnit 4.2 vil kommanditselskabet, som er et personselskab, blive gennemgået.

## 5.1 Aktieselskab A/S

Et aktieselskab er et kapitalselskab, hvor retsgrundlaget for regulering findes i selskabsloven. Et aktieselskab er en selskabsform, der kræver, at stifteren/stifterne indskyder minimum 400.000 kr. i selskabskapital jf. SL § 4 stk. 2. Denne selskabskapital kan indskydes kontant eller ved apportindskud. Når A/S vælges som selskabsform er der ingen personlig hæftelse fra stifterne jf. SL § 1, stk. 2.

Denne selskabsform vælges ofte af stiftere, der ønsker at udstråle, at de har et stærkt kapitalgrundlag. I nogle tilfælde vælges denne selskabsform også fordi det er et lovgivningsmæssigt krav. Her kan som eksempel nævnes banker og forsikringsselskaber.

SEL § 1, stk. 1, nr. 1, fastslår at indregistrerede aktieselskaber er skattepligtige til Danmark. Et A/S bliver beskattet med 22 % af nettoindkomsten og har fradrag for driftsomkostninger. Driftsomkostninger er udgifter afholdt med henblik på at erhverve, vedligeholde eller sikre indkomsterhvervelsen og kan fradrages i den skattepligtige indkomst jf. statsskatteloven § 6, stk. 1, litra a.

Ejerne kan trække penge ud af selskabet på forskellige måder. Selskabslovens § 179 bestemmer at udbetaling kan ske som udbytte på grundlag af senest godkendte årsregnskab i selskabet jf. § 180 samt at dette kan udbetales som ekstraordinært udbytte jf. §§ 182 og 183. Bestemmelsen angiver ligeledes, at udbetaling kan ske som udlodning i forbindelse med nedsættelse af selskabskapitel jf. §§ 185-193 eller den sidste mulighed for er udlodning i forbindelse med selskabets opløsning jf. kapital 14 i selskabsloven. § 179 i selskabsloven er en udtømmende bestemmelse.

Der kan også udbetales vederlag fra selskabet, dette ses dog ikke som kapitalafgang i forbindelse med § 179 i selskabsloven. Vederlag ses typisk i de situationer, hvor ejerne også fungerer som direktører i selskabet. Hvis det udbetales som vederlag, udløser dette naturligvis personbeskatning, da dette sker som vederlag for direktørgerning i selskabet. Hvis udbetalingen sker som vederlag for direktørgerning, angiver dette ligeledes, at selskabet kan få fradrag for dette.

---

<sup>46</sup> (Werlauff, Selskabsret, 2019) s. 29



Hvis udbetalingen sker som udbytte bliver dette beskattet som aktieindkomst hos den, der modtager udbyttet. Alt efter hvor stort beløbet er, udløser dette en skat på enten 27 % eller 42 %, også kaldet progressionsgrænserne. Hvis udbetalingen er udbytte, udløser dette ikke fradrag for selskabet. Udbetalingen kan kun ske som udbytte, hvis selskabet har frie reserver til at betale et sådant udbytte.

Hvis selskabets ejere ønsker at optage nye ejere kan dette gøres på to forskellige måder. Enten kan allerede eksisterende ejere sælge kapitalandele eller nye ejere kan tegne nye kapitalandele ved en kapitalforhøjelse.

Når der sker salg af kapitalandele, fastsættes prisen på andelen ved at sammenligne denne med hele selskabets værdi. Et sådan salg udløser avancebeskatning på 27 % eller 42 % af avancen. Her vil avancen dog være skattefri, hvis A/S'et ejes af et holdingselskab, og hvis holdingselskabet ejer mindst 10 % af kapitalen i selskabet eller har stemmemajoriteten.

Der kan tegnes nye kapitalandele i et aktieselskab. Dette kan gøres ved, at investorer, der ønsker at blive kapitalejere i selskabet, giver et tilbud til stifterne af selskabet, hvor de angiver, at de ønsker at tegne et hvis vist antal kapitalandele på de vilkår, der er vedtaget i stiftelsesdokumentet samt til den kurs, der er vedtaget i samme dokument.

Hvis optagelsen af nye ejere sker ved en tegning af nye kapitalandele, er det kursen på disse nye kapitalandele der afgør prisen for at blive medejer af selskabet. Hvis tegningen sker til markedskursen udløses der ikke en skattepligt hos hverken de tidligere eller nye ejere.

## 5.2 Kommanditselskab K/S

Et kommanditselskab er et selskab, hvor én eller flere deltagere, kaldet komplementarerne (som driver virksomheden), hæfter personligt, uden begrænsning og solidarisk for selskabets forpligtelser, mens én eller flere deltagere, kaldet kommanditisterne (som er passive investorer), hæfter begrænset for virksomhedens forpligtelser. Denne type selskabsstruktur vælges ofte af personer der gerne vil have en kombination af hæftelsesbegrænsning, skattemæssig transparens samt simpelhed.<sup>47</sup>

---

<sup>47</sup> (Werlauff, Selskabsret, 2019) s. 94

### 5.2.1 Skat

Kommanditselskaber er skattemæssige transparente. Skattemæssig transparens medfører, at beskattningen sker hos ejerne. Deltagerne bevarer derfor deres egen beskatningsform, og det er derfor tit en fordel for deltagerne, at der vælges en selskabsstruktur, der er transparent.

Kommanditselskaber er dermed ikke selvstændige skattesubjekter. De er skattemæssigt transparente, da den skat de skal betale, af indkomsten fra selskabet, sker hos hver enkelt deltager. Beløbet er proportionelt til det den enkelte deltager ejer af selskabsandele. I skatteretlig forstand er kommanditselskabet et deltagerbeskattet selskab.<sup>48</sup>

### 5.2.2 Lovgivningsmæssig regulering

Det juridiske grundlag i K/S'et består af tre forskellige lag. Første lag er lovreglerne, her henvises til lov om visse erhvervsdrivende virksomheder (LEV). Andet lag er hvad der er reguleret i K/S'ets kontrakter og vedtægter. Sidste og tredje lag er den mangeårige praksis og teori om K/S'ets retsforhold.

Det lovgivningsmæssige indhold, der regulerer K/S'et er meget begrænset. I LEV § 2, stk. 2, 1. pkt. findes dog denne definition;

*”Ved et kommanditselskab forstås en virksomhed, hvor én eller flere deltagere, komplementarerne, hæfter personligt, uden begrænsning, og hvis der er flere solidariske for virksomhedens forpligtelser, mens én eller flere deltagere, komanditisterne, hæfter begrænset for virksomhedens forpligtelser.”*

Der findes ligeledes i LEV § 2, stk. 2, 2. pkt. nogle yderligere krav, som bestemmer at;

*”For kommanditselskaber, der er stiftet efter den 1. juni 1996, skal de fuldt ansvarlige deltagere have forvaltningsmæssige og økonomiske beføjelser.”*

Det kan udledes af ovenstående, at når der er tale om et K/S, skal der mindst være én komplementar. Denne komplementar hæfter ubegrænset. Komplementaren kan både være en juridisk og en fysisk person, det ses dog ofte, at denne er et ApS. Det ses derudover fra ovenstående, at komplementaren skal have forvaltningsmæssige og økonomiske beføjelser. Her menes, at komplementaren skal have reelle beføjelser i relation til magt og penge i K/S'et. De forvaltningsmæssige beføjelser kan bestå i

---

<sup>48</sup> (Werlauff, Selskabsret, 2019) s. 94

at tillægge komplementaren ret til at udvælge en direktør. De økonomiske beføjelser kan bestå i at give komplementaren en overskudsandel i K/S'et.<sup>49</sup>

Kommanditselskaber anvendes ofte som ramme for selskaber, der er stiftet med henblik på at bruge de skattemæssige fordele, der er forbundet med den skattemæssige transparens. Kommanditselskabet er særligt attraktivt, fordi disse skattemæssige fordele kan kombineres med de selskabsretlige fordele, der er forbundet med den begrænsede hæftelse for kommanditisterne.<sup>50</sup>

### 5.3 Valg af virksomhedsform for AIF

Når der skal tages stilling til, hvorvidt en AIF skal vælge mellem at være et aktieselskab eller kommanditselskab er der to centrale forhold, der adskiller de to virksomhedsformer, nemlig den skattemæssige behandling og selskabsreguleringen.

En vigtig overvejelse ved valg af virksomhedsform er den retlige regulering af selskaberne. Som nævnt i ovenstående afsnit er aktieselskabet reguleret i selskabsloven, hvorimod kommanditselskabet kun er reguleret på få områder. Det kan være en fordel som nystartet AIF, at man har selskabsloven at forholde sig til. Det kan spare AIFen for rådgivning fra en eventuel konsulent, da det er svært at etablere et kommanditselskab, hvis man ikke har indgående kendskab til denne virksomhedsform. Det er også vigtigt for AIFen at tage stilling til, hvad den ønsker sig i fremtiden. Det vil være en fordel for AIFen at etablere sig i et aktieselskab, hvis AIFen ønsker at investorerne skal være bosiddende i Danmark. De fleste danske investorer, der investerer i sådanne muligheder, har kendskab til processen ved investering i et aktieselskab, hvorimod det er de færreste, der kender processen ved investering i et kommanditselskab. Hvis AIFen derimod ønsker udenlandske investorer rådes disse, som nævnt i ovenstående afsnit om kommanditselskaber, til at investere i kommanditselskabsstrukturen, da denne struktur er mere kendt blandt udenlandske investorer. Typisk vil AIF'er hvis strategi er at indhente kapital fra store family offices og pensionskasser ligeledes benytte sig af kommanditselskabsstrukturen, da disse større investeringsselskaber begår sig internationalt og har kunder i flere forskellige lande.

---

<sup>49</sup> (Werlauff, Valg af virksomhedsform, 2018) s. 133

<sup>50</sup> (Hansen & Krenchel, 2020) s. 43

I forhold til den skattemæssige behandling, som nævnt i de to ovenstående afsnit hvor virksomhedsformerne gennemgås, beskattes aktieselskaber med 22 %, mens kommanditselskaber er skattemæssigt transparente.

Der er i national lovgivning ikke reguleret særlige skatteregler for investeringsfonde. Disse reguleres derved på samme måde som andre erhvervsdrivende virksomheder, som reguleres gennem lov om erhvervsdrivende virksomheder. Når der kigges på det skattemæssige perspektiv i forhold til aktieselskabet og kommanditselskabet er den store fordel, som nævnt, at kommanditselskabet er skattemæssigt transparent, hvorimod aktieselskabets skattepligtig er reguleret i selskabsskatteovens § 1, stk. 1. Da kommanditselskabet ikke falder under bestemmelsen i selskabsskatteovens § 1, stk. 1, betragtes dette altså som et skattemæssigt transparent selskab. Ved den skattemæssige transparens passerer indtægterne og udgifterne gennem kommanditselskabet og videre op til deltagerne i selskabet.

Hvis investeringsfonden er struktureret som et kommanditselskab vil investeringsfondens investorer være skattepligtige af den indkomst, de får fra selskabet. Investorerne bliver derved beskattet forskelligt af deres afkast uafhængig af, hvor de har hjemsted. Beskatningen af kommanditselskaber sker derved på investorniveau, hvorimod beskatning af aktieselskabet sker på selskabsniveau.

Når der skal tages stilling til hvilken beskatning, der er bedst for AIFen, er det relevant at kigge på, hvad AIFens fremtidsplaner er. Hvis AIFen satser på indenlandske investorer vil det ikke gøre nogen forskel, om AIFen beskattes med selskabsskatten på de 22 %, eller om AIFen er skattemæssigt transparent, da dette vil give samme beskatning, hvis investorerne er bosiddende i Danmark. Hvis AIFen har ambitioner om at indhente kapital og have investorer i udlandet, vil det være oplagt for AIFen at vælge virksomhedsformen med den skattemæssige transparens. Dette vil være oplagt, da det vil være mere tiltalende for investorer, der er bosiddende udenfor Danmarks grænser. Typisk er investorer i AIF'er velhavende personer, der er bosiddende i meget lempelige skattelande, og det vil derfor afholde dem fra at investere i en AIF, hvor de bliver underlagt selskabsskatten i Danmark.

Udenlandske investorer, der deltager i et projekt med tilknytning til Danmark, vil ofte blive tilrådet at anvende K/S-formen. Dette anbefales grundet den skattemæssige transparens og Danmarks høje skatteniveau.

### 5.3.1 Aktieavancebeskatningslovens § 19

Nogle AIF'er, uagtet at de er et aktieselskab, kan undgå at betale selskabsskatten. Dette kan undgås, hvis de falder under aktieavancebeskatningslovens (ABL) § 19 stk. 1.

ABL § 19, stk. 1, bestemmer, at hvis selskabet kan defineres som et investeringsselskab efter bestemmelsens stk. 1 eller 2, kan selskabet undgå beskatning. Hvis AIFen er etableret som et investeringsselskab omfattet af ABL § 19, er selskabet som udgangspunkt skattefrit. Det skal dog medtages, at hvis et selskab, der er hjemmehørende i Danmark, udlodder udbytte til et investeringsselskab omfattet af ovenstående bestemmelse skal der indeholdes 15 % i udbytteskat fra det udloddende selskab jf. Selskabsskattelovens § 3, stk. 1, nr. 19, 2. pkt. De investorer, der falder under ABL § 19, stk. 1, bliver lagerbeskattet. Ved lagerbeskatning forstås, at investorerne hvert år beskattes af de eventuelle gevinster og tab de har pådraget sig via selskabet, uanset om der er sket udlodning af udbytte eller ej.<sup>51</sup>

### 5.3.2 Eksempler på struktur i investeringsfonde

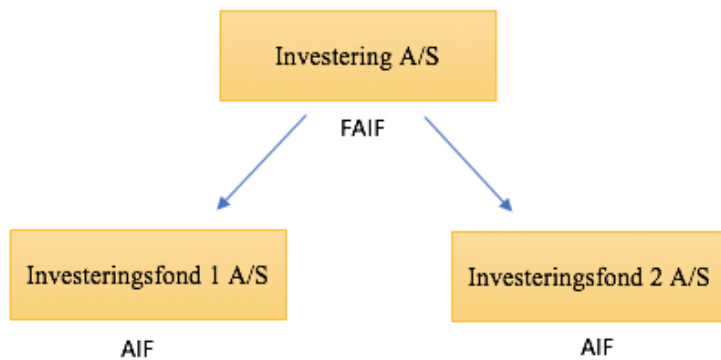
Når det skal vælges, hvorvidt investeringsfondene skal gøre brug af aktieselskabet eller kommanditselskabet, kan det være en fordel at se på hvorledes allerede eksisterende fonde har valgt at strukturere sig. Dette kan være med til at fremhæve hvilke fordele og ulemper der kan være ved de to forskellige selskabsstrukturer.

#### 5.3.2.1. Investeringsfond i en aktieselskabsstruktur

Hvis selskabet har valgt en struktur, hvor de alternative investeringsfonde er aktieselskaber vil selskabsformen typisk se således ud:

---

<sup>51</sup> (Den juridiske vejledning: C.D.1.1.10.2 Investeringsselskaber - ABL § 19, u.d.)



Figur 2: Selskabsstruktur i rene aktieselskab strukturer

Her er strukturen simpel, da det er Investering A/S, der er forvalter af alternative investeringsfonde og dermed forvalter Investeringsfond 1 A/S og Investeringsfond 2 A/S, som er alternative investeringsfonde. Her kræves det blot, at Investering A/S har FAIF-tilladelse, som beskrevet i kapital 2, til at forvalte de alternative investeringsfonde, og at alle tre selskaber i strukturen er oprettet med en minimumskapital på 400.000 kr. jf. SL § 4, stk. 2.

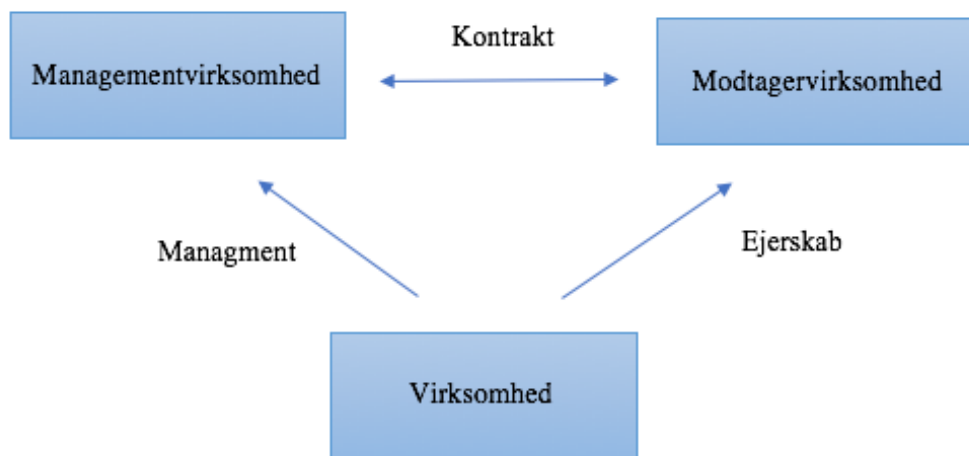
Ved denne struktur hæfter de tre selskaber begrænset, og Investering A/S hæfter ikke for Investeringsfond 1 A/S eller Investeringsfond 2 A/S, da disse er tre selvstændige juridiske enheder.

#### 5.3.2.1.1. Ledelsesansvar og managementkontraktens betydning ved valg af selskabsform

Der kan opstå spørgsmål om, hvor meget af den daglige ledelse, der kan delegeres i et selskab, der er reguleret af selskabsloven. Dette er et meget omdiskuteret emne, da det har været meget populært at benytte sig af managementaftaler.

Managementkontrakter benyttes, der hvor der er et ønske om at en virksomhed eller en gruppe af individer overtager ledelsen af en virksomhed, enten helt eller delvist. Der indgås typisk managementkontrakter med det formål at managementvirksomheden skal drive hele eller en del af modtagervirksomheden eller at uddanne ledelsen i modtagervirksomheden således, at ledelsen selv kan overtage driften, når managementkontakten udløber.<sup>52</sup>

<sup>52</sup> (Sørensen, 1995)



*Figur 3: Managementkontrakter struktur*

De virksomheder, der benytter sig af managementydelsen, vil ofte være drevet i selskabsform. Hvis denne selskabsform er lovreguleret vil disse være bundet af en bestemt organisation, da det er bestemt i selskabsloven, at sådanne selskaber skal ledes af en generalforsamling, en direktion samt en bestyrelse, hvis der er tale om aktieselskaber eller større anpartsselskaber.

Som nævnt ovenfor overtager managementvirksomheden helt eller delvist den daglige ledelse af modtagervirksomheden og overtager derfor ledelseskompetencerne fra selskabets oprindelige ledelse. Managementvirksomheden har derved muligheden for at påvirke den ledelsesmæssige struktur, der er fastsat i selskabsloven, og der kan derved opstå nogle selskabsretlige problemer.

Disse problemer kan opstå, hvis managementkontrakten bliver for vidtgående og derved omgår de fastsatte regler i selskabsretten.

Selskabslovens § 111 bestemmer, hvilke ledelsesstrukturer kapitalsselskaber kan benytte sig af. Stk. 1 i bestemmelsen angiver, at direktionen udøver den daglige ledelse, mens bestyrelsen træffer beslutninger af usædvanlig art eller stor betydning. Stk. 2 angiver en ledelsesstruktur, hvor kapitalsselskabet ledes af en direktion, som bliver ansat af et tilsynsråd. Tilsynsrådets opgave er først og fremmest at

føre tilsyn med direktionen, og selvom tilsynsrådet udgør en del af kapital selskabets ledelse, har det kun kontrolfunktioner og ikke ledelsesbeføjelser.

Den daglige ledelse skal derved udøves af direktionen, uanset om direktion bliver fastsat af bestyrelsen eller af et tilsynsråd.

Hvis der indgås en managementkontrakt vil managementvirksomhed overtage nogle af de daglige opgaver, der tilkommer direktionen i modtagervirksomheden. Dette vil ikke bryde med nogle af de fastsatte regler i selskabsloven, da det må antages, at direktionen normalt ikke varetager alle opgaver, der forbindes til den daglige drift, men ansætter medarbejdere og uddelegerer opgaver til disse.

Bestyrelsens opgaver er fastsat i selskabslovens § 115 og direktionens på samme måde i selskabslovens § 117 og 118. Hvis den indgåede managementkontrakt går ind og overtager dele af disse opgaver, er det ikke muligt for bestyrelsen og direktionen at varetage de opgaver, der påhviler dem ifølge selskabsloven.

Hvis disse managementkontrakter er for vidtgående og derved går ind og bryder med de i selskabslovens fastsatte regler, må disse managementkontrakter anses som ugyldige.

Når der er tale om kommanditselskaber varetages ledelsen af en eller flere af de personlige hæftede komplementarer og der skal derved ikke, på samme måde som for kapital selskaber, fastsættes egentlige selskabsorganer.

Komplementaren må derfor som udgangspunkt delegere beslutningskompetencen til en managementvirksomhed.

Det eneste, der forbinder de tre selskaber i figur 1 er en forvaltningsaftale, som bestemmer at Investering A/S skal forvalte Investering 1 A/S og Investering 2 A/S. Investering A/S har således ingen ejerandele i Investering 1 A/S og Investering 2 A/S.

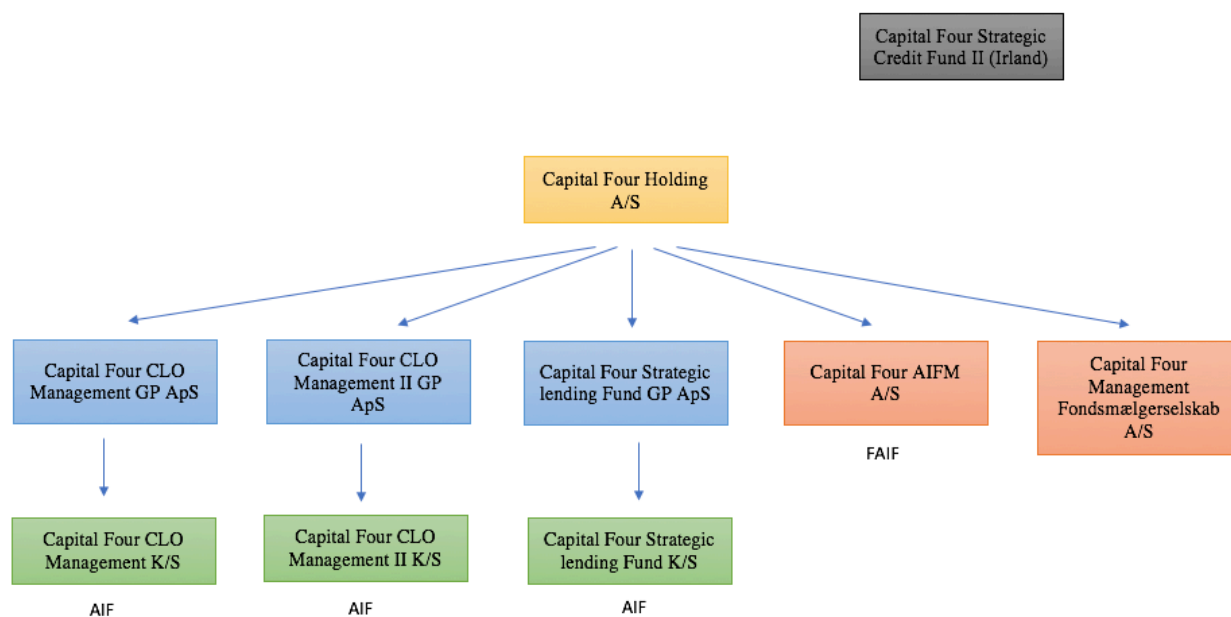
Da Investering A/S ikke har nogen ejerandele i de to investeringsselskaber vil denne betragtning vedrørende delegering af den daglige ledelse ikke have nogen betydning for disse



investeringselskaber, da dette ville kræve at Investering A/S havde ejerskab over Investering 1 A/S og Investering 2 A/S.

### 5.3.2.2. Investeringsfond i kommanditselskabsstruktur

Der findes allerede eksisterende eksempler på investeringsfonde, der er reguleret som kommanditselskaber i Danmark. Et eksempel på dette er selskabet Capital Four, der er struktureret således:



Figur 4: Capital Four selskabsstruktur

Capital Four AIFM A/S driver virksomhed, som forvalter af alternative investeringsfonde og udfører øvrige aktiviteter i overensstemmelse med lov om forvaltere af alternative investeringsfonde og deres FAIF-tilladelse.

Capital Four CLO Management K/S, Capital Four CLO Management II K/S, Capital Four Strategic Lending Fund K/S er alle alternative investeringsfonde, som forvaltes af Capital Four AIFM A/S.

Disse tre investeringsfonde er oprettet som kommanditselskaber og har hver en komplementar, der hæfter solidarisk for selskaberne. Capital Four CLO Management GP ApS, Capital Four CLO Management II GP ApS og Capital Four Strategic lending Fund GP ApS, som er kommanditister, er

oprettet som anpartsselskaber. Disse anpartsselskaber er alle oprettet med en selskabskapital på 50.000 kr., hvor mindstekravet her er 40.000 kr., jf. SL § 4, stk. 2. De tre anpartsselskaber fungerer blot som tomme selskaber, som kun indeholder kapitalen på 50.000 kr. Dette er gjort for at sikre at hæftelsen for komplementaren maksimalt kan være på de 50.000 kr., og for at undgå at Capital Four Holding A/S ender i en situation, hvor de er nødsaget til at hæfte for de alternative investeringsfondes misligholdelser.

Der kan ved denne struktur stilles spørgsmålstegn ved, om hvorvidt komplementaren har forvaltningsmæssige og økonomiske beføjelser overfor investeringsfondene. Alle tre anpartsselskaber, der fungerer som komplementarer, har udpeget en direktør i selskabet. Dette gør således, at de forvaltningsmæssige beføjelser er overholdt. Det kan ses i de tre anpartsselskabers regnskab, at der overføres en mindre overskudsandel fra kommanditselskaberne til komplementarselskaberne (anpartsselskaberne). På denne måde opfylder selskaberne også kravet vedrørende de økonomiske beføjelser overfor investeringsfondene.

Dette krav om de økonomiske og forvaltningsmæssige beføjelser kan ligeledes opfyldes ved eksempelvis at give den valgte komplementar vetoret overfor ændringer i selskabets vedtægter, eller ved at lade komplementaren træffe visse beslutninger på vegne af selskabet i forhold til investeringer. Hvis løsningen om at lade komplementaren træffe visse beslutninger på vegne af selskabet, i forhold til investering, vælges, kræver dette at komplementaren registreres og får en FAIF-tilladelse, da dette vil falde under delegationsreglerne i FAIF-loven. Hvis delegationen omfatter porteføljepleje eller risikostyring, skal komplementaren være registreret og have tilladelse jf. FAIF-loven § 40, nr. 3, 1. pkt. Der kan godt gives en dispensation fra Finanstilsynet om, at komplementaren ikke behøver at være registreret og have tilladelse jf. FAIF-loven § 30, nr. 3, 2. pkt. Denne løsning med dispensation må anses som en optimal løsning, når investeringsfonden ligeledes skal opfylde LEV § 2, 2. pkt., som bestemmer, at de forvaltningsmæssige og økonomiske beføjelser skal være til stede. Når Finanstilsynet skal vurdere denne fritagelse af registrering og tilladelse lægges der vægt på, om komplementaren er en kapacitet inden for sit område og har den fornødne viden om og erfaring med de pågældende aktiver.<sup>53</sup>

I Capital Fours tilfælde tænkes det, at der i Finanstilsynets vurdering vil lægges vægt på, at komplementarselskabet er oprettet af personerne, der arbejder i investeringsfonden, og som dermed er en kapacitet inden for deres område med fornøden viden og erfaring med de pågældende aktiver.

---

<sup>53</sup> (Birkmose, Lauritsen, & Muurholm, 2020). s. 406

Der kan ligeledes opstå spørgsmål omkring, hvorvidt Capital Four skal have tre forskellige FAIF-tilladelser, men dette ville kun være tilfældet, hvis det var komplementarselskaberne, der var forvaltere af de alternative investeringsfonde.

## 5.4 Mulighederne for omdannelse fra A/S til K/S

I de tilfælde hvor investeringsfondene er grundlagt som et aktieselskab, men ønsker at distribuere sig mere til udenlandske investorer, kan det være en fordel at omdanne investeringsfondene til et kommanditselskab. Der er i selskabsloven ikke fastsat regulering for omdannelse af aktieselskaber til kommanditselskaber. Det undersøges derfor i nedenstående, hvilke muligheder der er for at omdanne et aktieselskab til et kommanditselskab.

### 5.4.1 Selskabslovens § 323

Det tætteste selskabslovens kommer på regulering for omdannelse af aktieselskaber til kommanditselskaber er omdannelse fra aktieselskab til partnerselskab (P/S). Et partnerselskab kaldes også et kommanditaktieselskab.

Selskabslovens § 323 bestemmer at; ”*Generalforsamlingen kan med det flertal, der kræves til vedtægtsændring, vedtage at omdanne et aktieselskab til et partnerselskab. Omdannelsen kan gennemføres uden kreditorernes samtykke*”.

Der er således muligt med hjemmel i selskabsloven at omdanne sit aktieselskab til et partnerselskab.

Der er civilretlig succession forbundet med omdannelsen til P/S jf. SL § 323, stk. 1, 2 pkt., da der her nævnes, at omdannelse kan gennemføres uden kreditorernes samtykke. Derimod er der ikke skatteretlig succession, dvs. ved omdannelsen til P/S sker der opløsningsbeskatning af selskabet og afståelsesbeskatning af selskabets ejere.<sup>54</sup>

Ved en sådan omdannelse kræves det altså, at der på generalforsamlingen, med et kvalificeret flertal, besluttes at selskabet skal omdannes. Hvis denne omdannelse vedtages, skal dette meddeles til alle, der er kapitalejere i selskabet, og der skal findes en komplementar, der ligeledes skal have meddelelse

---

<sup>54</sup> (Werlauff, Valg af virksomhedsform, 2018) s. 96

herom. Hvis denne omdannelse bliver vedtaget, skal dette ligeledes meldes til Erhvervsstyrelsen. Omdannelsen er gennemført, når vedtægterne i selskabet er ændret, så disse er i overensstemmelse med de fastsatte krav til et partnerselskab og registreringen er godkendt af Erhvervsstyrelsen jf. selskabslovens § 323.

I dette tilfælde hvor det undersøges, hvorvidt et aktieselskab kan omdannes til et kommanditselskab, kan det derved konstateres, at der ikke findes lovhjemmel til dette i selskabsloven, da det kun er lovhjemmel til at omdanne til et partnerselskab.

#### 5.4.2 Aktivoverdragelse (substansoverdragelse)

Ved en aktivoverdragelse køber det nye selskab aktiver, passiver, rettigheder og forpligtelser fra et andet selskab. Køber er derved det selskab, som erhverver det ovenstående, hvorimod sælger som udgangspunkt vil være selskabet selv, og ikke dets kapitalejer, da salgsgenstanden består af aktiver i virksomheden.

Ved en sådan aktivoverdragelse skal dette overvejes grundigt fra både køber og sælgers side.

I indgåelse af vurdering fra sælgers side skal denne være opmærksom på, at det almindeligvis er køber, der fortrækker denne løsning, da køber kun overtager de forpligtelser, som køber og sælger er blevet enige om. Hvis denne overdragelse af aktiver finder sted, vil det stadig være sælger, der ejer aktierne i det drevne selskab. Ved en sådan overdragelse likvideres det tomme selskab typisk efter overdragelsen. Dette medfører, at den risiko sælger har for ukendte krav bliver mindre, da selskabets likvidation ikke gør det muligt længere at rette krav mod dette selskab.

Når det skal vurderes af køber, hvorvidt der skal ske en aktivoverdragelse, er det en fordel, at køber er med til at aftale de specifikke omstændigheder i aftalen om hvilke forpligtelser, der skal overdrages. Dette er en stor fordel for køber, da køber måske ikke har indgående kendskab til den overdragende virksomhed og risikoen for krav fra eventuelle kreditorer mod denne virksomhed. Hvis denne overdragelse finder sted, må køber ligeledes bære risikoen vedrørende virksomhedens kontaktparter. Disse kan ved overdragelsen kræve genforhandlinger af de aftaler, der er indgået med virksomheden.

En aktivoverdragelse kan bestemmes af selskabets centrale ledelsesorgan. Dette kan gøres grundet ovenstående, som fastsætter sælger som selskabet selv og ikke dets kapitalejere. Det centrale

ledelsesorgan har derfor ingen forpligtelser til at forelægge et sådan salg på en generalforsamling. En sådan beslutning om overdragelse af aktiver skal dog forelægges på en generalforsamling, hvis denne er af væsentlig for kapitalejerne i selskabet. Dette giver kapitalejerne mulighed for at have indflydelse på og være med til at træffe denne beslutning.<sup>55</sup>

Den sælgende virksomhed kan overdrage sine rettigheder over virksomhedens aftaler, men da der sker et debitorskifte kræver det samtykke fra kreditor, hvis den sælgende virksomhed overdrager sine forpligtelser til køber. Den sælgende virksomhed vil oftest kræve, at denne bliver frigjort fra alle aftaler, der er lavet med tredjemand. Det betyder, at køber skal tage kontakt til tredjemand og have dennes samtykke.<sup>56</sup>

I dette tilfælde hvor alle virksomhedens aktiver ønskes overdraget, således at selskabet kan skifte virksomhedsform, vil dette være væsentligt for kapitalejerne. Derfor bør en sådan beslutning træffes på en generalforsamling. Salget af alle aktiverne i selskabet vil medføre en likvidation af selskabet.

Det er altså muligt via aktivoverdragelse at ”omdanne” sit aktieselskab til et kommanditselskab.

#### *5.4.2.1. Skat*

Når der foretages en virksomhedsoverdragelse som substansoverdragelse, ses dette som at sælger afstår aktiver og køber erhverver nye aktiver.

Når sælger afstår aktiver, vil beskatningen ske som enten avancebeskatning eller som en beskatning af genvundne afskrivninger. Det kan dog også forekomme som en kombination af avancebeskatning og beskatning af genvundne afskrivninger.

Avancebeskatning vil foregå således, at der beskattes af afståelsessummen for det overdragende aktiv og anskaffelsessummen for samme aktiv. Den positive forskel mellem disse skal beskattes.

Beskatning af genvundne afskrivninger foretages ved at tage den laveste af anskaffelsessummen for det overdragne aktiv samt afståelsessummen og den uafskrevne del af anskaffelsessummen. Et eksempel på dette kan være, at et aktiv der er købt for 5 mio. kr. er afskrevet med 2,5 mio. kr., dette aktiv sælges så for 10 mio. kr., derved udgør avancen 2,5 mio. kr. og de genvundne afskrivninger udgør 2,5 mio. kr.

---

<sup>55</sup> (Hansen & Lundgren, 2019) s. 96

<sup>56</sup> (Hansen & Lundgren, 2019) s. 99

Selskabets indkomst fra salg af aktiver beskattes som selskabsindkomst og beskattes derved med den gældende selskabsskatteprocent, som er 22 %.<sup>57</sup>

Når en virksomhed køber en anden virksomhed via substansoverdragelse udløser dette ingen skat hos erhververen. Køberen kan dog være interesseret i, hvordan købesummen fordeles, da dette er med til at bestemme, hvordan afskrivningerne på aktiverne skal foretages i fremtiden.<sup>58</sup>

#### *5.4.2.2. Likvidation*

Det kan besluttes at foretage en frivillig likvidation af et selskab på selskabets generalforsamling jf. SL § 217, stk. 1.

En likvidation anvendes på selskaber, der er solvente, hvorimod hvis der er tale om selskaber, der er insolvente ville konkurslovens regler finde anvendelse.

Beslutningen om at der skal foretages en likvidation skal træffes på en generalforsamling med vedtægtsmajoritet jf. SL § 217, stk. 2. Når likvidationen skal gennemføres gøres dette af en eller flere udvalgte likvidatorer, som overtager bemyndigelsen fra bestyrelsen og direktionen i selskabet, og disse træder derfor tilbage, når likvidator er valgt jf. SL §§ 218-219. Hvis der i selskabet er kapital-ejere, der ejer over 25 % af selskabskapitalen, har disse ret til at vælge en likvidator, som skal samarbejde med den på generalforsamlingen valgte likvidator jf. SL § 218, stk. 2. Likvidatorens opgaver består i at realisere selskabets aktiver, opføre og afvikle dets forpligtelser, samt at udlodde en eventuel resterende formue til kapitalejerne i selskabet.<sup>59</sup>

Likvidator har ansvaret for at meddele til Erhvervsstyrelsen, at selskabet er likvideret. Dette skal ske senest to uger efter, at beslutningen er truffet på generalforsamlingen jf. SL § 220, stk. 1. Likvidator skal ligeledes rette meddelelse til samtlige af selskabets kreditorer om likvidationen jf. SL § 220, stk. 1, 2. pkt.

---

<sup>57</sup> (Hansen & Lundgren, 2019) s. 332

<sup>58</sup> (Hansen & Lundgren, 2019) s. 338

<sup>59</sup> (Hansen & Krenchel, 2020) s. 337

Når det endelige likvidationsregnskab er blevet godkendt på selskabets generalforsamling, er det likvidators ansvar, at selskabet afmeldes hos Erhvervsstyrelsen, hvorefter Erhvervsstyrelsen vil slette selskabet i deres it-system jf. SL § 224, stk. 2.

I dette tilfælde hvor der er sket en aktivoverdragelse fra aktieselskabet til kommanditselskabet, har kommanditselskabet overtaget aktieselskabets kreditorer, da en sådan overdragelse ikke kan ske uden kreditorsamtykke. Af den grund behandles kreditorernes stilling ved likvidation ikke i dette afsnit.

## 5.5 Opsummering

### 5.5.1. Valg mellem aktieselskab og kommanditselskab

Når investeringsfonde skal tage stilling til, om de skal benytte sig af virksomhedsformen aktieselskab eller kommanditselskab, er det væsentligt, hvilken retlig regulering og skattemæssig behandling fonden ønsker. Hvis fonden vælger et aktieselskab, er dette reguleret i selskabsloven og beskattes med selskabsskatten som er på 22 %. Hvorimod hvis fonden vælger kommanditselskabet, er den lovgivningsmæssige reguleringen af dette meget begrænset og selskabet er skattemæssigt transparent.

For at fonden kan tage stilling til hvilken struktur, der skal vælges, er det nødvendigt at kigge på, hvad fonden ønsker i fremtiden.

Hvis fonden ønsker at sælge deres produkter til investorer i Danmark, kan det være en fordel at benytte sig af aktieselskabet, da dette viser at fonden har en stærk likviditet grundet kapitalkravet til denne selskabsform. En anden fordel ved aktieselskabet er, at mange danske investorer har stort kendskab til denne selskabsform, så de har en større tryghed i, hvilket produkt de investerer i. Hvis fonden vælger at etablere sig som et aktieselskab, er der mulighed for, at fonden som udgangspunkt kan blive skattefri. Dette kan ske hvis fonden defineres som et investeringsselskab ved hjælp af aktieavancebeskatningslovens § 19.

Hvis fonden har et ønske om både at operere nationalt og internationalt, vil det være en fordel at benytte sig af kommanditselskabet. Dette er en fordel, da der er skattemæssigt transparens, som er tiltalende for investorer i udlandet. Den skattemæssige transparens giver nemlig investorer mulighed for at blive beskattet i deres hjemland og undgå den høje skattesats i Danmark. Kommanditselskaber benyttes af de fleste store investeringsfonde, hvilket betyder, at de professionelle investorer kender denne selskabsstruktur og ser dette som en fordel, når de skal investere i fonden.

### 5.5.2. Omdannelse fra A/S til K/S

Hvis investeringsfonden allerede er et eksisterende aktieselskab, men ønsker at skifte struktur og blive et kommanditselskab, er der ikke hjemmel til dette i selskabsloven. Muligheden for omdannelse i selskabsloven § 323 regulerer udelukkende omdannelse af partnerselskaber.

Investeringsfonden kan dog i denne omdannelsesproces benytte sig af substansoverdragelsesmodellen. Her overdrages aktiver i aktieselskabet til det nyoprettede kommanditselskab. Da ønsket er at overdrage alle aktiverne, er dette væsentligt for kapitalejerne og denne beslutning skal derfor træffes på en generalforsamling.

Ved en sådan overdragelse kræves det, at der indhentes samtykke fra aktieselskabets kreditorer til at disse følger med over i det nye selskab.

Ved denne overdragelse er det ligeledes relevant for fonden at overveje de skattemæssige konsekvenser. For aktieselskabet, som ønsker at overdrage alle sine aktiver, vil beskatningen enten bestå af avancebeskatning eller beskatning af genvundne afskrivninger. For kommanditselskabet, der overtager aktiverne, er dette skattefrit.

Når alle aktiverne er overdraget til det nye kommanditselskab, skal aktieselskabet likvideres. Dette gøres på selskabets generalforsamling.

## 6. Konklusion

Kommissionen har fremsat et nyt forslag til ændring af FAIF-direktivet med et ønske om at forstærke det finansielle system i hele Den Europæiske Union. De vil forsøge at forstærke det finansielle system ved at indføre en minimumsgrænse for udlån i investeringsfonde, der yder direkte lån. Denne minimumsgrænse går ind og regulerer på investeringsfondene, således at fonde, der låner over 60 % af deres indre værdi ud, skal struktureres som lukkede fonde. Dette tiltag mener Kommissionen kan være med til at sikre, at der ikke sker likviditetsmismatch i det finansielle system. Det ønskes på samme tid at øge investorbeskyttelsen med indførslen af denne minimumsgrænse. Kommissionen mener, at ved at indføre denne minimumsgrænse bliver investorerne beskyttet mod at investeringsfondene mister for meget af deres kapital inden for en kort periode, da det ikke er muligt for investorerne at træde ud med kort varsel.



Hvis denne minimumsgrænse indføres, vil det medføre at alternative investeringsfonde, der laver direkte lån for over 60 % af deres indre værdi, skal forvaltes i en lukket struktur. Den lukkede struktur medfører, at investorerne ikke kan træde ud, og derved først kan få kapital ud af fonden, når fonden ophører eller når den aftalte periode er ophørt. De alternative investeringsfonde, der nu er struktureret som åbne, men som bliver ramt af dette nye tiltag, skal altså omstrukturere deres fonde til den lukkede form.

Den juridiske enheds retlige form er uden betydning for, om enheden kan anses for at være en AIF og dermed omfattet af FAIF-loven, ligesom det er uden betydning, hvilke aktiver, der investeres i.

Når de alternative investeringsfonde skal vælge enhedens retlige form vælges der typisk mellem aktieselskab og kommanditselskab. For AIF'er i Danmark vælges aktieselskabet typisk som selskabsstruktur, da investorerne er trygge ved denne form, og det giver selskabet retlige regulering at støtte sig op ad. Omvendt vælges kommanditselskabet typisk af udenlandske AIF'er, men også af store AIF'er i Danmark. Fordelen ved at benytte sig af kommanditselskabet er, at dette giver skattemæssig transparens og mindre regulering som selskabet skal følge. Når der skal vælges selskabsstruktur, er det relevant at kigge på, hvad AIF'en ønsker. Hvis AIF'en ønsker at distribuere fonden til både indenlandske og udenlandske investorer, vil kommanditselskabet være det optimale valg. Den primære årsag hertil er som omtalt de skattemæssige og/eller regulatoriske forhold. Kommanditselskabet ligner ligeledes andre udenlandske skattetransparente virksomhedsformer, hvilket skaber tryghed for udenlandske investorer i forbindelse med deltagelse i en AIF.

Det kan derved konkluderes, at hvis den alternative investeringsfond ønsker at henvende sig til investorer i Danmark, kan fonden benytte sig af et aktieselskab, hvorimod hvis fonden også har et ønske om at distribuere sig selv i udlandet, vil det være optimalt at vælge selskabsstrukturen kommanditselskab.

## Litteraturliste

### Bøger:

Birkmose, H. S., & Kruhl, M. C. (2015). *Forvalter af Alternative InvesteringsFonde (FAIF)* (Årg. 1. udgave). Karnov Group.

Hansen, J. E., & Lundgren, C. (2019). *Køb og salg af virksomheder* (Årg. 6. udgave). Djøf forlag.

Hansen, S. F., & Krenchel, J. V. (2020). *Introduktion til dansk selskabsret I* (Årg. 6. udgave). Karnov Group .

Michelsen, A., Bolander, J., Madsen, L., Laursen, A. N., & Langhave, I. (2019). *Lærebog om indkomst skat* (Årg. 18. udgave). Djøf forlag .

Munk-Hansen, C. (2018). *Retsvidenskabsteori* (Årg. 2. udgave). Djøf forlag.

Neergaard, U., & Nielsen, R. (2016). *EU ret* (Årg. 7. udgave). Karnov Group.

Tvarnø, C. D., & Nielsen, R. (2017). *Retskilder og retsteorier* (Årg. 5. udgave ). Jurist- og økonomiforbundets forlag.

Werlauff, E. (2018). *Valg af virksomhedsform* (Årg. 2. udgave ). Werlauff Jura.

Werlauff, E. (2019). *Selskabsret* (Årg. 11. udgave). Karnov Group.

### Links:

Alhan, S. (21. Februar 2022). *Finansielle tjenesteydelser: revision af EU-reglerne om forvaltere af alternative investeringsfonde*. Hentet 10. april 2022 fra ec.europa.eu:  
[https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Finansielle-tjenesteydelser-revision-af-EU-reglerne-om-forvaltere-af-alternative-investeringsfonde/F2886584\\_da](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Finansielle-tjenesteydelser-revision-af-EU-reglerne-om-forvaltere-af-alternative-investeringsfonde/F2886584_da)

*Bekendtgørelse om alternative investeringsfonde.* (26. Juni 2013). Hentet 3. marts 2022 fra retsinformation.dk: <https://www.retsinformation.dk/eli/ta/2013/782>

Caron, L. H. (18. Marts 2002). *Finansielle tjenesteydelser: revision af EU-reglerne om forvalter af alternative investeringsfonde.* Hentet 10. april 2022 fra ec.europa.eu: [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Finansielle-tjenesteydelser-revision-af-EU-reglerne-om-forvaltere-af-alternative-investeringsfonde/F2933194\\_da](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Finansielle-tjenesteydelser-revision-af-EU-reglerne-om-forvaltere-af-alternative-investeringsfonde/F2933194_da)

Delfrayssi, C. (17. Marts 2022). *Finansielle tjenesteydelser: revision af EU-reglerne om forvaltere af alternative investeringsfonde.* Hentet 10. april 2022 fra ec.europa.eu: [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Finansielle-tjenesteydelser-revision-af-EU-reglerne-om-forvaltere-af-alternative-investeringsfonde/F2929933\\_da](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Finansielle-tjenesteydelser-revision-af-EU-reglerne-om-forvaltere-af-alternative-investeringsfonde/F2929933_da)

*Den juridiske vejledning: C.D.1.1.10.2 Investeringselskaber - ABL § 19.* (u.d.). Hentet 1. maj 2022 fra skat.dk: [https://skat.dk/data.aspx?oid=1899913&chk=217943&fbclid=IwAR3gsObt4Pxnzx\\_\\_e8RzqwGyipe08EjeAFZ7wPu\\_k02q0BYOrxMruW6YWrw](https://skat.dk/data.aspx?oid=1899913&chk=217943&fbclid=IwAR3gsObt4Pxnzx__e8RzqwGyipe08EjeAFZ7wPu_k02q0BYOrxMruW6YWrw)

*ESMA retningslinjer for FAIF-nøglebegreber.* (13. August 2013). Hentet 1. marts 2022 fra esma.europa.eu: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma\\_2013\\_00600000\\_da\\_c\\_orl.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_da_c_orl.pdf)

Europa-Kommissionen. (24. september 2020). *Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Rådet, Det Europæiske økonomiske og sociale udvalg og Regionsudvalget. En kapitalmarkedsunion for mennesker og virksomheder - Ny handlingsplan.* Hentet 3. april 2022 fra eur-lex.europa.eu: [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:61042990-fe46-11ea-b44f-01aa75ed71a1.0019.02/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:61042990-fe46-11ea-b44f-01aa75ed71a1.0019.02/DOC_1&format=PDF)

Europa-Kommissionen. (25. November 2021). *Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af direktiv 2011/61/EU og 2009/65/EF.* Hentet 13. februar 2022 fra eur-lex.europa.eu: [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9025e7c1-4de7-11ec-91ac-01aa75ed71a1.0020.02/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9025e7c1-4de7-11ec-91ac-01aa75ed71a1.0020.02/DOC_1&format=PDF)

Europa-Kommissionen. (u.d.). *Gennemførelsesretsakter og delegerede retsakter*. Hentet 13. april 2022 fra ec.europa.eu: [https://ec.europa.eu/info/law/law-making-process/adopting-eu-law/implementing-and-delegated-acts\\_da](https://ec.europa.eu/info/law/law-making-process/adopting-eu-law/implementing-and-delegated-acts_da)

Europa-Kommissionen. (u.d.). *Vedtagelse af EU-love*. Hentet 22. april 2022 fra ec.europa.eu: [https://ec.europa.eu/info/law/law-making-process/adopting-eu-law\\_da](https://ec.europa.eu/info/law/law-making-process/adopting-eu-law_da)

*Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU*. (8. Juni 2011). Hentet 3. marts 2022 fra <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DA/TXT/PDF/?uri=CELEX:32011L0061&from=DA>

*Kommissionens delegerede forordning (EU) Nr. 694/2014*. (17. December 2013). Hentet 16. april 2022 fra eur-lex.europa.eu: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DA/TXT/?uri=CELEX%3A32014R0694>

*Lovbekendtgørelse 2021-11-01 nr. 2015 om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v.* (22. marts 2022). Hentet 5. april 2022 fra pro.karnovgroup.dk: [https://pro.karnovgroup.dk/b/documents/7000901102?annotationId=LBKG20212015\\_NKA\\_R4&tab=karnov#LBKG20212015\\_P1](https://pro.karnovgroup.dk/b/documents/7000901102?annotationId=LBKG20212015_NKA_R4&tab=karnov#LBKG20212015_P1)

Pattiselanno, R. (23. Marts 2022). *Finansielle tjenesteydelser: revision af EU-reglerne om forvaltere af alternative investeringsfonde*. Hentet 10. april 2022 fra ec.europa.eu: [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Finansielle-tjenesteydelser-revision-af-EU-reglerne-om-forvaltere-af-alternative-investeringsfonde/F2943393\\_da](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Finansielle-tjenesteydelser-revision-af-EU-reglerne-om-forvaltere-af-alternative-investeringsfonde/F2943393_da)

Preußner, M. (23. Marts 2022). *Finansielle tjenesteydelser: revision af EU-reglerne om forvaltere af alternative investeringsfonde*. Hentet 10. april 2022 fra ec.europa.eu: [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Finansielle-tjenesteydelser-revision-af-EU-reglerne-om-forvaltere-af-alternative-investeringsfonde/F2943603\\_da](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Finansielle-tjenesteydelser-revision-af-EU-reglerne-om-forvaltere-af-alternative-investeringsfonde/F2943603_da)

Sørensen, K. E. (1995). *Managementkontrakter i selskabsretlige belysning*. Hentet 10. maj 2022 fra pro.karnovgroup.dk: <https://pro.karnovgroup.dk/b/documents/7000244454>

van de Werve, T. (21. Marts 2022). *Finansielle tjenesteydelser: revision af EU-reglerne om forvaltere af alternative investeringsfonde*. Hentet 10. april 2022 fra

[https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Finansielle-tjenesteydelser-revision-af-EU-reglerne-om-forvaltere-af-alternative-investeringsfonde/F2939145\\_da](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Finansielle-tjenesteydelser-revision-af-EU-reglerne-om-forvaltere-af-alternative-investeringsfonde/F2939145_da)

van Goor, L. (25. Januar 2022). *Finansielle tjenesteydelser: revision af EU-reglerne om forvaltere af alternative investeringsfonde*. Hentet 10. april 2022 fra ec.europa.eu:

[https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Finansielle-tjenesteydelser-revision-af-EU-reglerne-om-forvaltere-af-alternative-investeringsfonde/F2819823\\_da](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Finansielle-tjenesteydelser-revision-af-EU-reglerne-om-forvaltere-af-alternative-investeringsfonde/F2819823_da)