

Kendelse af 5. maj 2021 (j.nr.: 19/04665).

AIF-bekendtgørelsens § 3 og § 3, stk. 1, nr. 22 i FAIF-loven.

Finanstilsynets afgørelse hjemvist, da tilsynet bl.a. ikke havde foretaget en vurdering af, om selskabet hovedsageligt havde til formål at opnå indtjening på udlejningsvirksomhed eller på værdistigning på ejendomme.

(Klaus Søgaard, Thorbjørn Sofsrud, Sys Røvsing, Birte Rasmussen og Jan Uffe Rasmussen)

**Kendelse
B A/S
mod
Finanstilsynets**

Ved skrivelse af 29. maj 2019 har direktør A på vegne af B A/S påklaget Finanstilsynets afgørelse af 6. maj 2019, hvorved tilsynet har vurderet, at selskabet ikke er en erhvervsvirksomhed efter bekendtgørelse om alternative investeringsfonde eller et holdingselskab efter lov om forvaltere af alternative investeringsfonde mv.

Sagens omstændigheder:

I Finanstilsynets afgørelse af 6. maj 2019 fremgår følgende om sagens faktiske omstændigheder:

”...

2. Sagsfremstilling

B A/S anmodede ved brev af 9. maj 2014 Finanstilsynet om en bekræftelse på, at B A/S ikke er en alternativ investeringsfond i henhold til FAIF-loven. Det var B A/S’ opfattelse, at selskabet var en erhvervsvirksomhed efter § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde.

Ved brev af 10. juli 2014 meddelte Finanstilsynet B A/S, at det var Finanstilsynets vurdering, at B A/S var omfattet af FAIF-loven og var en alternativ investeringsfond jf. § 3, stk. 1, nr. 1, i FAIF-loven.

Det var Finanstilsynets ”samlede vurdering, at omfanget og karakteren af B A/S’ aktiviteter og organisationsstruktur bevirker, at B A/S ikke skal opfattes som et selskab, der efter § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde følger en forretningsmæssig strategi.”

Finanstilsynet vurderede, at B A/S' *"aktiviteter er investeringsaktiviteter og ikke aktiviteter afledt af at levere kommercielle ydelser."*

Finanstilsynet vurderede endvidere, at organisationen var indrettet således, at selskabets aktiviteter er tilrettelagt med fokus på at drive investeringsvirksomhed, at der er ingen medarbejdere ansat i selskabet til at udføre administrationen af ejendommene, da dette varetages af en tredjepart, og at B A/S' strategi derfor ikke er en strategi med fokus på drift af ejendomme og dermed heller ikke en forretningsmæssig strategi omfattet af § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde.

Som konsekvens heraf ansøgte B A/S om tilladelse som selvforvaltende alternativ investeringsfond, jf. § 11 i FAIF-loven. Selskabet modtog den 23. marts 2015 Finanstilsynets tilladelse som selvforvaltende alternativ investeringsfond.

Advokat C indsendte den 19. juli 2018 på vegne af B A/S en anmodning om fornyet vurdering af, hvorvidt selskabet udgør en alternativ investeringsfond, idet det er selskabets juridiske vurdering, at selskabet skal anses som en erhvervsvirksomhed i henhold til § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde. Anmodningen var, ..., *"dels begrundet i ændrede forhold hos [B A/S], og dels begrundet i at Finanstilsynet i en række andre tilfælde har vurderet, at børsnoterede ejendomsselskaber, der grundlæggende har samme karakteristika som [B A/S], ikke udgør alternative investeringsfonde."*

For så vidt angår de ændrede forhold har B A/S anført, at disse angår selskabets aktiviteter, struktur og organisation, samt selskabets strategi. I relation hertil oplyser B A/S, at selskabets ejendomsportefølje siden 2014 er øget fra kr. 325.285.000 til kr. 2.430.156.000 som følge af erhvervelsen af ejerandele i to tyske ejendomsselskaber. Dertil er det anført, ..., at *"[d]en løbende vedligeholdelse og administration af [B A/S'] ejendomme har i størstedelen af [B A/S'] levetid været outsourcet til det tyske administrationsselskab D GmbH."*

Det fremgår af oplysningerne vedrørende selskabets struktur og organisation, at selskabets eneste medarbejder er adm. direktør A, og at E fratrådte sin stilling som økonomidirektør i juni 2017, hvorved antallet af ansatte gik fra to til en. Herudover har B A/S en bestyrelse bestående af tre personer.

B A/S har oplyst, at selskabet har arbejdet hen i mod en *"køb og holdstrategi"*. B A/S angiver således, jf. anmodningen side 12, at B A/S *"særligt inden for det seneste år [har] besluttet at øge fokus på den løbende drift og administration af [B A/S'] eksisterende ejendomsportefølje, mens [B A/S'] investerings- og salgsaktiviteter tilsvarende er blevet reduceret betragtelig."*

B A/S anfører, ..., med henvisning til årsrapporten for 2017, at selskabets *"strategi er koncentreret omkring drift og balancestyling."* Dertil er det angivet, jf. anmodningen side 14, at risikostyringsdokumentet tilsiger, at alle

købsbeslutninger skal forelægges selskabets bestyrelse med væsentlige forhold oplyst.

På baggrund heraf er det B A/S' vurdering, jf. anmodningen side 14, at B A/S har *"en erklæret strategi om at fokusere på driftsaktiviteter og balancestyring, og ikke investering i og udvikling af ejendomme."* B A/S understøtter vurderingen med, at selskabet ikke har en klar exit-strategi, og at frasalg i ejendomsporteføljen alene sker på konkret case-by-case basis.

B A/S anfører, at direktør A varetager den daglige drift af selskabet, og, ..., at hans arbejdskraft *"i det allervæsentligste er dedikeret til at overvåge og varetage ejendommenes løbende drift i samarbejde med [B A/S'] tyske administrationsselskab D GmbH."*

På baggrund heraf, er det B A/S' vurdering, .., at B A/S *"må således organisatorisk siges at være indrettet på en sådan måde, at der i den daglige drift hovedsageligt fokuseres på forhold, der relaterer sig til den løbende drift og administration af Selskabets ejendomme. Det er [B A/S] opfattelse, at det i denne forbindelse ikke kan være afgørende, at administrationen af ejendommene er outsourcet til et tysk administrationsselskab, idet dette tværtimod må anses for sædvanligt for ejendomsselskaber af den pågældende type"*.

B A/S anfører som tilføjelse hertil, at B A/S *"bestrider ikke, at det i tillæg til de driftsrelaterede aktiviteter tillige udøver investeringsaktiviteter i begrænset omfang. Under henvisning til det nærmere indhold af [B A/S'] investeringsstrategi, herunder at potentielle investeringsejendomme ikke udvælges ud fra kortsigtede salgspektiver, men ud fra langsigtede, driftsrelaterede kriterier, samt det forhold, at [B A/S'] køb og salg af ejendomme ikke sker på baggrund af konkrete exitplaner, er det dog [B A/S'] vurdering, at investeringsaktiviteterne hovedsageligt er afledt af [B A/S'] kommercielle aktiviteter, og ikke omvendt."*

For så vidt angår tidligere vurderinger foretaget af Finanstilsynet, henviser B A/S til tre tidligere vurderinger, foretaget af Finanstilsynet.

Af anmodningen fremgår det til sidst, at B A/S har anvendt Finanstilsynets 'spørgsmål og svar'¹, som er offentliggjort på Finanstilsynets hjemmeside, som belæg for sine vurderinger.

Med afsæt i anmodningen traf Finanstilsynet den 12. oktober 2018 en afgørelse om fornyet vurdering af B A/S' status som selvforvaltende alternativ investeringsfond. Det fremgår af afgørelsen, at Finanstilsynets vurderer, at B A/S ikke kan anses som en erhvervsvirksomhed efter § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde, og at B A/S derfor fortsat er en alternativ investeringsfond i henhold til § 3, stk. 1, i FAIF-loven.

¹ <https://www.finanstilsynet.dk/Lovgivning/Information-om-udvalgte-tilsynsomraader/Kollektiveinvesteringer/FAIF/Spoergsmaal-og-svar-2>

Det var Finanstilsynets samlede vurdering, at B A/S' ændrede forhold i sin aktivitet, struktur og organisation samt strategi ikke understøtter, at B A/S kan anses som en erhvervsvirksomhed i henhold til § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde.

De foretagne ændringer havde efter Finanstilsynets vurdering ikke bevirket, at B A/S har sit primære fokus på drift af ejendomme. Den opdaterede strategi indikerede, at B A/S fortsat har fokus på både aktiviteter som beskrevet i § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde samt investeringsaktiviteter, der er sammenlignelige med aktiviteter, som typisk foretages af en forvalter af alternative investeringsfonde.

Endvidere havde ændringerne i organisationen efter Finanstilsynets vurdering ikke medført et organisatorisk set-up, således at organisationen er opbygget til at varetage driften af aktiverne og/eller service af enhedens kunder. Driften af ejendommene er fortsat uddelegeret til tredjemand, og B A/S' eneste ansatte medarbejder direktør A's arbejdsopgaver er ikke driftsrelateret, dvs. de har ikke karakter af drift af selskabets ejendomme, men arbejdsopgaverne har nærmere karakter af forvaltning af ejendomsinvesteringerne.

Som opfølgning på Finanstilsynets afgørelse af den 12. oktober 2018 modtog Finanstilsynet den 29. oktober 2018 et anbringelsesbrev fra B A/S. B A/S anfører i anbringelsesbrevet supplerende oplysninger om selskabet og anmoder samtidig Finanstilsynet om at tage sagen op igen.

I sit anbringelsesbrev skriver selskabet ..., at "B A/S argumenterer for, at selskabet er en erhvervsmæssig virksomhed, der ikke er omfattet af loven, hverken efter § 3 i FAIF-loven eller efter § 2 i FAIF-loven, da B A/S er et holdingselskab".

Foruden at fremføre en ny påstand – at selskabet er et holdingselskab efter § 2, nr. 1, i FAIF-loven – fremførte B A/S, at selskabet har mere end én ansat. ... [Af] anbringelsesbrevet fremgår det, at der ved købet af F GmbH medfulgte *"7 ansatte i dette selskab og herudover oprettes tre nye stillinger. Samlet ansættes 8 tyske medarbejdere og 2 danske medarbejdere."*

Finanstilsynet fandt, at der af anbringelsesbrevet fremgik nye oplysninger, der eventuelt kunne have betydning for vurderingen af B A/S' status som selvforvaltende alternativ investeringsfond i henhold til FAIF-loven. Finanstilsynet anmodede derfor B A/S om at indsende en redegørelse og eventuelt relevant dokumentation, der præciserede de punkter, som selskabet anførte i sit anbringelsesbrev.

I den supplerende redegørelse af 12. februar 2019 har B A/S redegjort for, hvor selskabet ser sig som værende undtaget af FAIF-loven.

For så vidt angår påstanden om, at selskabet er et holdingselskab i henhold til § 2, nr. 1, i FAIF-loven har B A/S henvist til FAIF-direktivet² ... og anfører, at *"[d]ette forhold har vi nævnt i vores anbringelsesbrev af 29.10.2018, ..., hvoraf selskabets koncernoversigt fremgår, og hvor der er henvist til den danske FAIF-lovgivning § 1."*

For så vidt angår påstanden om, at selskabet er en erhvervsvirksomhed i henhold til § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde, indleder B A/S med en redegørelse for selskabets hovedaktivitet.

Det anføres, at B A/S ejer en række tyske og danske selskaber, hvor B A/S, med undtagelse af to selskaber, ejer minimum 94 pct. af ejerandelene, at de underliggende selskabers største indtægt er lejeindtægter, at B A/S forhandler større lejekontrakter, og at B A/S har omorganiseret sig som følge af købet af F GmbH.

B A/S har oplistet en ikke-udtømmende liste over selskabets og medarbejdere i koncernens aktiviteter på side 4 til 6. B A/S har dertil ... beskrevet "væsentlige arbejdsopgaver i B A/S koncernen, der varetages direkte", og som omfatter:

1. *"Udlejning*
Månedsopfølgning
Tomgangsanalyser og udlejningsmuligheder
Udlejning af større lejemål
Indexering af lejekontrakter
Optimering af lejekontrakter ved udlejning og forlængelser
Gennemgang af lejepreiser
2. *Vedligeholdelse og investeringer*
Styring af større aktiviteter
Indhentelse af alternative tilbud
Kontakt til arkitekt, ingeniør og håndværkere
Vurdering af optimeringsmuligheder ved udnyttelse af arealer, grunde, taglejligheder, ombygning af lejemål. Kontakt med mæglere omkring brede ejendomsforhold og markedet.
Optimering driftsudgifter (energiinvesteringer og varmeanlæg)
3. *Likviditetsstyring*
Daglig overvågning af likviditet
Styring af cashpool
Balancestyring Information til depositar
4. *Controlling og økonomistyring*
Gennemgang af driftsomkostninger for lejere
Månedsvis opfølgning af debitorer
Lønudbetaling til ansatte og medarbejdere Alle ejendomme besigtiges løbende og der laves månedsrapporter fra den tyske medarbejder

² 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.

Drøftelse med compliance manager om risikoforhold og de forhold han ønsker belyst

Kvartalsmæssig rapport fra compliance manager til bestyrelsen.

5. *Budgettering*

Årsbudget og rullende budgettering af lejeindtægter

Resultatbudget og guidance til kvartalsregnskaber og år

Likviditetsstyring

6. *Finansiering og finansielle forhold Realkredit og bankfinansiering (struktur)*

Rentestyring og renteswaps

Rammeaftaler for forsikring

Rammeaftaler for energiomkostninger

7. *Vurdering af ejendomme*

Vurdering af alle ejendomme pr. måned i egen værdibereg- ningsmodel

Måling på månedsbasis og til delårsrapporter

8. *Risikostyring*

Månedlig vurdering af alle ejendommene

Månedlig opfølgning på renteforhold og renteswaps

Ugentlig/daglig opfølgning på likviditet og bankkonti i kon- cernen.

Månedlig udarbejdelse af likviditetsrapport.

Udarbejdelse af årlig risikorapport

Følsomhedsanalyser til årsregnskab Stresstest af centrale forhold.

Primrac. Koncernens interne soliditetsnøgletal, der viser kapitalbase og risikojusterede nøgletal.

9. *Viceværter*

Kontakt til egne viceværter sker af den tyske risikomanager løbende.

De rapporterer til ham.

10. *Rapportering*

Års- og delårsrapport til Fondsbørs og aktionærer

Rapportering til Finanstilsynet og Nationalbank Kontakt

til selskabets bank og realkreditinstitut. Afholdelse af

møder og levering af økonomiske rapporter og

vurderinger. Drøftelse af låneforhold og rentestyring.

11. *Bestyrelse*

Vi vedlægger selskabets årshjul fra november 2018, og som det fremgår er bestyrelsen dybt involveret i en lang række af selskabets forhold.

Der er i 2017 afholdt 23 bestyrelsesmøder, heraf ordinær generalforsamling, og en ekstraordinær generalforsamling om køb af F GmbH.

I 2018 er der afholdt 9 bestyrelsesmøder, og et formandsmø- de med direktionen.

Som det fremgår af årshjulet er der til hvert bestyrelsesmø- de en række ordensmæssige punkter omkring risikoforhold, driftsforhold i de enkelte selskaber, likviditet og finansfor- hold.

I forbindelse med delsårsrapporten er der en udvidet rapportering omkring vurdering af ejendomme, likviditet og finansielle forhold

I årshjulet er der over regnskabsåret en række centrale punkter der drøftes, hvoraf en række sker som led i lovgivningsmæssige forhold. Uden af punkterne er udtømmende er der en række politikker: vederlagspolitik, selskabsledelse, samfundsansvar, compliance, og risikoforhold. I forbindelse med generalforsamlingen udarbejdes omfattende præsentationer og i forbindelse med køb af G K/S i 2015 og F GmbH i 2017 er der udarbejdet due diligence rapporter

12. Website

Opdatere webside og kontakt til leverandører af data til hjemmeside

13. Aktionærkontakt Kontakt til VP

Møde med større aktionærer

Præsentationer

14. Samarbejdsrelationer

[...]"

B A/S har endvidere oplistet selskabets ansatte. Her fremgår det, at der i koncernen er ansat 6 viceværter, 1 maler, 1 risikomanager, 1 controller, og 1 specialkonsulent. Viceværterne, maleren og risikomanageren er ansat i F GmbH, mens controlleren og specialkonsulenten er ansat i H A/S, som B A/S har delegeret en række funktioner til.

Samtidig er der kort redegjort for selskaberne F GmbH og D GmbH, der i dag hedder I GmbH.

Det er oplyst, at B A/S besidder en ejerandel på ca. 66 pct. i F GmbH, og at selskabet blev opkøbt som følge af, at en af de tidligere ejere gik konkurs. F GmbH ejer en portefølje af ejendomme i det nordlige Tyskland. Endvidere fremgår det, at F GmbH bliver forvaltet af I GmbH.

B A/S har oplyst, at I GmbH har været B A/S' forvalter siden 2003. ...[Det] angives ..., at I GmbH "administrerer udlejning af boliger og kontakt til lejere, og samarbejder med B A/S omkring alle væsentlige ejendomsforhold. Det drejer sig primært omkring udlejning og selskabets administrative styring af selskabets lejere."

Idet B A/S i sit anbringelsesbrev har angivet, at selskabet ikke foretager porteføljepleje, har Finanstilsynet anmodet B A/S om en redegørelse herfor. B A/S har på baggrund heraf uddybet sin forståelse af porteføljepleje. Selskabet anfører ..., at "[v]i ser porteføljepleje som et finansielt teoretisk udtryk, som anvendes når der sammensættes forskellige aktivklasser, og hvor der foretages en form for diversifikation."

Finanstilsynet har med baggrund i anmodningen af den 19. juli 2018, anbringelsesbrevet af den 29. oktober 2018, den supplerende redegørelse af

den 14. februar 2019, øvrigt vedlagte bilag, B A/S' tilladelsessag og offentligt tilgængeligt materiale foretaget en fornyet vurdering af B A/S og selskabets aktiviteter med henblik på at fastlægge, hvorvidt B A/S fortsat er omfattet af FAIF-loven.
..."

Af Finanstilsynets afgørelse af 6. maj 2019 fremgår følgende for så vidt angår Finanstilsynets vurdering:

"...

1. Vurdering

På det foreliggende grundlag er det Finanstilsynets vurdering:

- at B A/S ikke kan anses som et holdingselskab efter § 2, nr. 1, i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v.,
- at B A/S ikke kan anses som en erhvervsvirksomhed efter § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde, og
- at B A/S derfor fortsat er en alternativ investeringsfond i henhold til § 3, stk. 1, i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v.

...

4. Finanstilsynets vurdering

For at blive anset som en alternativ investeringsfond i henhold til § 3, stk. 1, nr. 1 i FAIF-loven skal enheden opfylde følgende betingelser, jf. §§ 2 og 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde:

- Enheden er ikke en erhvervsvirksomhed.
- Enheden rejser kapital.
- Kapital rejses fra en række investorer.
- Formålet er at skabe et aggregeret afkast for investorerne.
- Enheden investerer kapitalen i overensstemmelse med en defineret investeringspolitik.
- Investorerne, som en kollektiv gruppe, har ikke nogen daglige beføjelser eller kontrol.

Finanstilsynet bemærker indledningsvist, at B A/S ikke i hverken sin anmodning, anbringelsesbrevet eller den supplerende redegørelse har bestridt, at selskabet 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 disse investorer, og at investorerne som en kollektiv gruppe ikke har nogen daglige beføjelser eller kontrol. Det er på baggrund heraf Finanstilsynet forståelse, at B A/S (fortsat) anser sig som at opfylde disse betingelser.

Anmodningen berører alene betingelsen om, at enheden ... er en erhvervsvirksomhed i henhold til § 3 i bekendtgørelse om alternative

investeringsfonde samt undtagelsen for holdingselskaber i § 2, nr. 1, i FAIF-loven.

I afsnit 4.1. har Finanstilsynet foretaget en vurdering af, om B A/S kan anses som en erhvervsvirksomhed i henhold til § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde.

I afsnit 4.2. har Finanstilsynet foretaget en vurdering af, om B A/S er undtaget FAIF-loven som følge af undtagelsen for holdingselskaber i § 2, nr. 1, i FAIF-loven.

4.1 Erhvervsvirksomhed

I de tilfælde hvor en enhed både udfører aktiviteter som beskrevet i § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde samt foretager investeringsaktiviteter, der er sammenlignelige med aktiviteter, som typisk foretages af en alternativ investeringsfond, må der anlægges en konkret vurdering af karakteren og omfanget af de individuelle aktiviteter.

Nedenfor følger Finanstilsynets konkrete vurdering af, hvorvidt B A/S med de forhold, der er anført i anmodningen, anbringelsesbrevet og i den supplerende [redegørelse] kan anses for at være en erhvervsvirksomhed i henhold til § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde.

4.1.1. Ændringer i B A/S' aktiviteter

B A/S har som vedtægtsbestemt formål at drive ejendomsinvesteringsvirksomhed i Tyskland ved køb, salg, besiddelse, udvikling og udlejning af fast ejendom enten direkte eller indirekte gennem datterselskaber.

Udover at værdien af B A/S' ejendomsportefølje ved køb af andele i to tyske ejendomsselskaber er steget siden opnåelse af tilladelse som forvalter af alternative investeringsfonde i marts 2015, har B A/S ikke i hverken den oprindelige anmodning, anbringelsesbrevet eller den supplerende redegørelse angivet oplysninger, der viser en ændring af B A/S' aktiviteter.

Selskabets hovedaktivitet er fortsat at besidde ejerandele i en række underliggende selskaber med det formål at være eksponeret over for ejendomsmarkedet, herunder de lejeindtægter, der genereres i disse selskaber. Således følger det eksempelvis af ... B A/S' årsrapport for 201[7], at *"B A/S' aktiviteter er overordnet koncentreret omkring investering i tyske bolig- og erhvervsejendomme."*

Det er derfor Finanstilsynets vurdering, at B A/S' aktivitet ikke har medført et skift til fokus på kommercielle aktiviteter, men at der stadig er et stort fokus på investering.

Det er på baggrund af ovenstående Finanstilsynets vurdering, at der ikke siden Finanstilsynets forrige sagsbehandling i 2014 er sket ændringer i B A/S' aktiviteter, der gør, at selskabet kan anses som en erhvervsvirksomhed i henhold til § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde.

4.1.2. Ændringer i B A/S' strategi

B A/S har angivet, at selskabet har opdateret sin strategi. Af selskabets strategi, der fremgår af B A/S' hjemmeside samt bilag 1 og 3 til anmodningen, følger det, at B A/S *"er koncentreret omkring drift og balancestyring. Det er en interaktiv proces, der sætter selskabet i stand til at vokse, når indtjening og kapitalforhold tilsiger det. Vi vil gerne udvikle selskabets forretning, men det kræver kapital og derfor skal vækst kun ske når virksomhedens indtjening og risiko tilsiger det."*

I strategien nævnes endvidere fem søjler: ejendomsdrift og portefølje, finansiering, portefølje, værdikæde og vækst. Det følger af disse fem søjler, at strategien overordnet bygger på at skabe et afkast ved drift af ejendommene (stigende husleje og lav tomgang), porteføljepleje (sikring af at de investerede ejendomme passer til markedssituationen), og vækst (værdi for aktionærerne skabes ved at øge værdien af porteføljen).

B A/S har i sin anmodning fremhævet, at det følger af risikostyringsdokumentet ... at alle købsbeslutninger skal forelægges selskabets bestyrelse med en udførlig due diligence plan, hvor væsentlige forhold er oplyst. Som væsentlige forhold angiver B A/S, at det *"er forhold, der knytter sig til mulighederne for at skabe værditilvækst gennem driften af [B A/S'] ejendomme (eksempelvis beliggenhed, lejekontrakternes beskaffenhed og lejernes bonitet)"*.

Af forhold som B A/S ikke anser for væsentlige nævner selskabet *"f.eks. forhold, der knytter sig til mulighederne for at optimere ejendommene med henblik på at opnå en fortjeneste ved et fremtidigt salg"*.

B A/S har angivet, at selskabet har arbejdet hen imod en *"køb og beholdstrategi"* de senere år, hvorfor frasalg i ejendomsporteføljen ikke (længere) skal indgå som en integreret del af B A/S' investeringsstrategi, men udelukkende på case-by-case basis.

På baggrund heraf er det B A/S' vurdering, at selskabet har *"en erklæret strategi om at fokusere på driftsaktiviteter og balancestyring, og ikke investering i og udvikling af ejendomme."*

Som et supplerende argument til denne vurdering, har B A/S henledt opmærksomheden på Finanstilsynets 'spørgsmål og svar', der er offentliggjort på Finanstilsynets hjemmeside, hvoraf det bl.a. fremgår, at *"[d]erfor må det også antages, at ejendomsfonde, der udøver erhvervsvirksomhed, som udgangspunkt ikke har en exit-strategi (frasalg af ejendomme)."*

Ud fra ovenstående fremstår B A/S' strategi ikke som fokuseret primært på drift af ejendomme, men som fokuseret på både drift og investering i ejendomme. Strategien fremstår således som at have fokus på både aktiviteter som beskrevet i § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde samt investeringsaktiviteter, der er sammenlignelige med aktiviteter, som typisk foretages af en alternativ investeringsfond eller en forvalter af alternative investeringsfonde.

Det må derfor vurderes, om B A/S' ændring af strategien har medført, at selskabet faktisk har fået et primært fokus på drift af ejendomme, hvor investering i ejendommene er sekundært og er en følge af driften.

Finanstilsynet skal indledningsvist understrege, som B A/S også citerer, at det følger af Finanstilsynets 'spørgsmål og svar', at aktiviteten og strategien, herunder om der er en klar exit-strategi, ikke alene kan udgøre grundlaget for vurderingen af, om en ejendomsenhed er en alternative investeringsfond, idet *"der dog altid foretages en vurdering af, hvorvidt ejendomsfondens organisation er indrettet til at varetage administrationen."*

Endvidere findes der ikke en begrænsning, der angiver, hvor længe et aktiv må holdes, for at en enhed kan anses som en alternativ investeringsfond. Vurderingen vil bero på, om der er et primært fokus på at drive forretning som en erhvervsvirksomhed – i dette tilfælde udlejning – eller om der er et primært fokus på investeringsaktiviteten.

For så vidt angår B A/S' ændrede strategi, hvorefter selskabet har "en erklæret strategi om at fokusere på driftsaktiviteter og balancestyling, og ikke investering i og udvikling af ejendomme", bemærker Finanstilsynet, at strategien ikke er kommet til udtryk i praksis, idet selskabets fokus ikke faktisk er rettet mod drift af ejendomme.

Som det gennemgås i afsnit 4.1.3 er det Finanstilsynets vurdering, at B A/S ikke har et organisatorisk set-up, der er fokuseret på drift af ejendomme, ligesom de opgaver, som selskabets ansatte varetager, har et primært præg af de opgaver, som en forvalter af alternative investeringsfonde skal udføre. Der synes derfor ikke at være en faktisk strategi, der bygger på ejendomsdrift. I den forbindelse hæfter Finanstilsynet sig ved, at B A/S i sit anbringelsesbrev har bestridt, at selskabet *"driver portefølje som man kender det fra aktier og obligationer med løbende omlægning af investering."*

Selskabet har endvidere oplyst i den supplerende redegørelse, at selskabet *"ser porteføljepleje som et finansielt teoretisk udtryk, som anvendes når der sammensættes forskellige aktivklasser, og hvor der foretages en diversifikation."*

Finanstilsynet skal understrege, at porteføljepleje ikke er et teoretisk udtryk. Porteføljepleje relaterer sig endvidere ikke alene til aktier og obligationer, men til alle typer af investeringer. Finanstilsynet skal her henlede opmærksomheden på, at én af kerneopgaverne for en forvalter af alternative investeringsfonde er porteføljepleje, jf. bilag 1 til FAIF-loven.

Porteføljepleje er betegnelsen for plejen af investeringer og beslutningen om foretagelse af investeringer inden for de givne rammer for en investeringsstrategi og risikoprofil, typisk med det formål at maksimere porteføljeafkastet. Varetagelse af porteføljepleje kan bl.a. indebære løbende tilpasning af porteføljen samt strategisk udvikling heraf under hensyntagen til strategi og risikoprofil.

Det er derfor ikke korrekt, at B A/S ikke udøver porteføljepleje. Som det fremgår ovenfor af B A/S' strategi, foretages der porteføljepleje, som følgende plan: *"Via langsigtede investeringsprogrammer fastlægges vedligeholdelse og investeringer, således at alle ejendomme er tilpasset markedsforholdene."*

Ligeledes anfører B A/S, jf. ovenfor, at alle købsbeslutninger sker på baggrund af en due diligence, der bl.a. indeholder *"forhold, der knytter sig til mulighederne for at skabe værditilvækst"*, som skal forbi bestyrelsen, og *"f.eks. forhold, med henblik på at opnå en fortjeneste ved et fremtidigt salg"*, der ikke skal forbi bestyrelsen. Sådanne strategiske planer viser, at der foretages porteføljepleje i B A/S.

Sluttelig fremstår erhvervelse og besiddelse af ejerandele i underliggende selskaber, der ejer ejendomme, ikke som begrundet i et fokus på driftsaktiviteter. Formålet med at erhverve ejerandele i de underliggende selskaber, og dermed indirekte ejendommene heri, fremstår derimod som at være foretaget med henblik på at drage fordel af en stabil indtægtskilde i form af lejeindtægter og en eventuel profit ved fremtidig salg fremfor at skulle yde eksempelvis en professionel service, ejendomsadministration eller anden kommerciel aktivitet.

Det betyder, at B A/S' indtjening sker ved at besidde ejendommene indirekte for herigennem at være eksponeret over for den tilhørende pengestrøm og en eventuel fremtidig gevinst og ikke ved at anvende ejendommene i en kommerciel sammenhæng.

Det er Finanstilsynets samlede vurdering, at ændringerne foretaget i B A/S' strategi dermed ikke har bevirket et primært fokus på drift af ejendomme, men at B A/S fortsat har fokus på både aktiviteter som beskrevet i § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde samt investeringsaktiviteter, der er sammenlignelige med aktiviteter, som typisk foretages af en alternativ investeringsfond eller en forvalter af alternative investeringsfonde.

Samtidig er det Finanstilsynets vurdering, at B A/S' investeringsaktivitet ikke er afledt af et fokus på at yde en kommerciel aktivitet. Investering i ejendomme gennem de underliggende selskaber er ikke afledt af et fokus på eksempelvis at yde ejendomsadministration, men investeringerne sker som led i en strategi om at være eksponeret over for den stabile pengestrøm, som ejendommene genererer, og en eventuel fremtidig gevinst.

Det er på baggrund af ovenstående Finanstilsynets vurdering, at den af B A/S' beskrevne ændring af selskabets strategi, herunder det beskrevne arbejde hen imod en "køb og behold-strategi", ikke har en karakter, der gør, at selskabet kan anses som en erhvervsvirksomhed i henhold til § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde.

4.1.3. Ændringer i B A/S' struktur og organisation

Som anført ovenfor har B A/S begrundet sin vurdering dels i, at selskabet efter at have modtaget tilladelse som selvforvaltende alternative investeringsfond har foretaget ændringer i selskabets organisation. Disse ændringer bør ifølge B A/S medføre, at B A/S bør anses som erhvervsvirksomhed efter § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde.

Det er Finanstilsynets opfattelse, at hvis en ejendomsfonds primære aktiviteter og organisation er fokuseret på drift af ejendomme, f.eks. opkrævning af husleje, vedligeholdelse og istandsættelse i forbindelse med til- og fraflytning samt udarbejdelse af el- og varmeregnskab, vil ejendomsfonden typisk ikke være omfattet af FAIF-loven.

I vurderingen af om en ejendomsfond er en erhvervsvirksomhed indgår bl.a. enhedens forretningsmodel, investeringsstrategi, investeringshorisont, organisatoriske indretning samt de kompetencer enheden besidder, herunder om den har delegeret opgaver til tredjepart.

Det er Finanstilsynets opfattelse, at hvis andre end enhedens medarbejdere varetager enkelte eller alle driftsrelaterede opgaver, indikerer dette, at enheden ikke er indrettet på at varetage driften og dermed ikke er en erhvervsvirksomhed. Det er endvidere Finanstilsynets opfattelse, at såfremt en ejendomsfond skal betragtes som en erhvervsvirksomhed med fokus på driftsaktiviteter, skal det være afspejlet i opbygningen af fondens organisation.

Det fremgår ... af B A/S' årsrapport for 2018, at "*[a]lle selskabets ejendomme administreres af D GmbH, der er et datterselskab af den tyskøstrigske D koncern.*"³

Finanstilsynet bemærker i den forbindelse, at B A/S i sin oprindelige anmodning har anført, jf. anmodningen ..., at det er B A/S "*opfattelse, at det i denne forbindelse ikke kan være afgørende, at administrationen af ejendommene er outsourcet til et tysk administrationsselskab, idet dette tværtimod må anses for sædvanligt for ejendomsselskaber af den pågældende type.*"

Som det er anført ovenfor har det betydning, i hvilket omfang en enheds primære funktioner og aktiviteter er outsourcet til tredjemand, idet outsourcing indikerer, at enhedens organisation ikke er opbygget til at varetage driften af aktiverne. Det er derfor Finanstilsynet vurdering, at det har

³ Finanstilsynet bemærker, at selskabet efterfølgende har skiftet navn til I GmbH.

betydning, om administrationen af ejendommene er outsourcet til et administrationsselskab.

Af anmodningen fremgik det sammenfattende, at selskabet alene har én medarbejder ansat i form af direktør A, og at selskabet har uddelegeret administrationen af ejendommene til tredjepart.

Det fremgik således af anmodningen ..., at: *"[d]en daglige drift i [B A/S] varetages af administrerende direktør A, hvis arbejde primært består i at varetage det overordnede ansvar for koncernens risikostyring, føre intern kontrol samt koordinere koncernens samarbejde med eksterne samarbejdspartnere, herunder bankforbindelser og koncernens tyske ejendomsadministrator. Selskabet har herudover ingen ansatte."*

I sit anbringelsesbrev bestred B A/S Finanstilsynets forståelse af antallet af medarbejdere i selskabet. B A/S har anført, at der i selskabet er ansat 6 viceværter, 1 maler, 1 risikomanager, 1 controller, og 1 special-konsulent. Viceværterne, maleren og risikomanageren er ansat i F GmbH, mens controlleren og specialkonsulenten er ansat i H A/S, som B A/S har delegeret en række funktioner til.

Det følger af den supplerende redegørelse ..., at controlleren bl.a. har til opgave at varetage *"kontakten til selskabets økonomifunktion, [...] og han foretager en række interne analyser af områder, udlejning, herunder sammenligning af egne ejendommers lejeforhold med det tyske "J"."*

I forlængelse heraf følger det, at specialkonsulenten er *"[s]ærlig sagkyndig og erfaren omkring byggeri. Fungerer som særlig sagkyndig ved større investeringer. Vurderer tilbud fra tyske leverandører og indhenter alternative tilbud."*

For så vidt angår arbejdsopgaver har B A/S oplistet en række aktiviteter, ..., som disse medarbejdere udfører.

...

Finanstilsynet skal understrege, at ved erhvervsvirksomhed i henhold til § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde skal forstås en kommerciel eller industriel aktivitet. Hovedparten af de ovenfor nævnte aktiviteter kan ikke indikere, at der er tale om en kommerciel eller industriel aktivitet, idet hovedparten af aktiviteterne udføres, uanset om et selskab er en erhvervsvirksomhed eller ej. En virksomhed skal, uanset om den er en erhvervsvirksomhed i henhold til § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde eller ej, eksempelvis udbetale løn til sine medarbejdere, sikre finansiering og likviditet, udarbejde relevante regnskaber, lede selskabet, rapportere til relevante myndigheder osv.

Der skal ved vurderingen endvidere tages højde for, at B A/S er en selvforvaltende alternativ investeringsfond, hvorfor selskabet også fungerer som forvalter. Det betyder, at B A/S ikke alene skal udføre aktiviteter relateret

til en alternativ investeringsfond, men også de aktiviteter, der er relateret til opgaven som forvalter af alternative investeringsfonde.

Det betyder, at aktiviteter, som en forvalter af alternative investeringsfonde også skal udføre, som vedligeholdelse og investering, likviditets- og økonomistyring, budgettering, finansiering, risikostyring, rapportering, bestyrelsesarbejde, vedligeholdelse af website, rapportering til myndigheder, bestyrelsesarbejde, kontakt til aktionærer og samarbejdsrelationer mv. ikke kan anses som aktiviteter, der kan understøtte en argumentation om, at en enhed er en erhvervsvirksomhed efter § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde.

For så vidt angår aktiviteten 'udlejning' bemærker Finanstilsynet, at B A/S har defineret dette som månedsopfølgning, tomgangsanalyser, udlejning af større lejemål, gennemgang af lejepriser mv., samtidig med at ejendomsadministrationen er uddelegeret til I GmbH. ... [Af] den supplerende redegørelse fremgår det, at I GmbH *"administrerer udlejning af boliger og kontakt til lejere, og samarbejder med B A/S omkring alle væsentlige ejendomsforhold. Det drejer sig primært omkring udlejning og selskabets administrative styring af selskabets lejere."*

Det er Finanstilsynets vurdering, at aktiviteten 'udlejning' i den konkrete sag ikke afspejler drift af ejendomme, som eksempelvis opkrævning af husleje, vedligeholdelse og istandsættelse i forbindelse med til- og fraflytning samt udarbejdelse af el- og varmeregnskab. Aktiviteten har nærmere karakter af forvaltning, herunder risikostyring og porteføljepleje, som er en kerneopgave for en forvalter af alternative investeringsfonde.

Det samme gør sig gældende for direktør A's arbejdsopgaver, som redegjort for i anmodningen. Arbejdsopgaverne består primært i at varetage det overordnede ansvar for selskabets risikostyring, føre intern kontrol samt koordinere samarbejdet med eksterne samarbejdspartnere, herunder bankforbindelser og ejendomsadministratoren.

Denne vurdering understøttes af B A/S' egen angivelse af selskabets kernekompetence, jf. anmodningen ..., der angives som: *"[B A/S] kernekompetence er at udarbejde og gennemføre de overordnede strategiske retningslinjer for koncernens aktiviteter, herunder sammensætningen af koncernens ejendomsportefølje samt overvågning og kontrol af driften af ejendommene med henblik på at maksimere det løbende driftsafkast."*

Det er Finanstilsynets vurdering, at B A/S derfor ikke har et organisatorisk set-up, der er fokuseret på drift af ejendomme, og de opgaver, som B A/S' eneste ansat varetager, har et primært præg af de opgaver, som en forvalter af alternative investeringsfonde skal udføre.

Det er på baggrund af ovenstående Finanstilsynets vurdering, at de af B A/S' beskrevne ændringer i organisationen ikke har en karakter, der gør, at B A/S kan anses som en erhvervsvirksomhed i henhold til § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde.

4.1.4. Opsummering

Det er Finanstilsynets samlede vurdering, at B A/S' ændrede forhold i sin aktivitet, struktur og organisation samt strategi ikke understøtter, at B A/S kan anses som en erhvervsvirksomhed i henhold til § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde.

Ændringerne har ikke medført, at B A/S har sit primære fokus på drift af ejendomme. Den opdaterede strategi indikerer, at B A/S fortsat har fokus på både aktiviteter som beskrevet i § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde samt investeringsaktiviteter, der er sammenlignelige med aktiviteter, som typisk foretages af en alternativ investeringsfond eller en forvalter af alternative investeringsfonde. Endvidere synes den faktiske aktivitet i selskabet at have et primært fokus på investering.

Tillige har ændringerne i organisationen ikke affødt et organisatorisk set-up, således at organisationen er opbygget til at varetage driften af aktiverne og/eller service af enhedens kunder. Driften af ejendommene er fortsat uddelegeret til tredjemand, og de opgaver, som B A/S' eneste ansat varetager, har et primært præg af de opgaver, som en forvalter af alternative investeringsfonde skal udføre.

4.2. Holdingselskab i henhold til § 2, nr. 1, i FAIF-loven

Finanstilsynet skal indledningsvist anføre, at det faktum, at et selskab betegner sig som et holdingselskab, ikke undtager selskabet fra FAIF-loven, såfremt selskabet ikke faktisk er et holdingselskab. Det er derfor afgørende, om det pågældende selskab faktisk er et holdingselskab.

Definitionen af et holdingselskab fremgår af § 3, stk. 1, nr. 22 i FAIF-loven: [Der er en direkte implementering af FAIF-direktivets artikel 4, stk. 1, litra o.]

"et selskab med kapitalandele i et eller flere andre selskaber, hvis kommercielle formål er at gennemføre en forretningsstrategi eller -strategier gennem sine datterselskaber, tilknyttede selskaber eller kapitalinteresser for at bidrage til deres værdi på lang sigt, og som enten er et selskab, der:

I. driver virksomhed på grundlag af egne aktiver, og hvis aktier optages til handel på et reguleret marked i Unionen, eller II. ikke er oprettet med det primære formål at generere afkast til sine investorer gennem tømning af sine datterselskaber eller tilknyttede selskaber, som dokumenteret af selskabets årsrapport eller andre officielle dokumenter."

Finanstilsynet bemærker indledningsvist, at dette anbringende ikke er anført i anmodningen, men at dette anbringende er blevet fremført efter Finanstilsynets afgørelse den 12. oktober 2018.

Samtidig bemærkes det, at der er i den supplerende redegørelse ikke er foretaget en begrundet redegørelse for, hvorfor B A/S anser sig selv for at være undtaget efter § 2, nr. 1 i FAIF-loven. Det fremgår ... [af] B A/S' supplerende redegørelse, at selskabet henviser til sit anbringelsesbrev, idet det nævnes, at "og det uddybes, at B A/S er et holdingselskab, der udelukkende ejer andele i en række tyske ejendomsselskaber, hvis primære formål er at drive erhvervsmæssig virksomhed med udlejning af tyske investeringsejendomme."

... i sit anbringelsesbrev anfører B A/S, at "[s]om det fremgår af selskabets seneste årsrapport er B A/S et holdingselskab, der udelukkende ejer andele i en række tyske ejendomsselskaber, hvis primære formål det er at eje tyske investeringsejendomme. Det børsnoterede B A/S ejer ingen ejendomme, men alene andele i tyske ejendomsselskaber."

Finanstilsynet skal understrege, at det ikke er ualmindeligt, at en (selvforvaltende) alternativ investeringsfond ikke ejer ejendommen(e) direkte, men at der i stedet foreligger et indirekte ejerskab ved at eje andele i et underliggende selskab, der besidder ejendommen(e).

Finanstilsynet skal ligeledes gøre opmærksom på, at Kommissionen har besvaret en række spørgsmål relateret til FAIF-direktivet, herunder et spørgsmål i relation til definitionen af et holdingselskab. Som svar på spørgsmålet, hvordan et holdingselskab og begrebet "virksomhed på grundlag af egne aktiver" skal forstås i henhold til FAIF-direktivet, svarede Kommissionen:

*"The definition of holding companies given in the AIFMD is not related to the definition of financial holding companies in other EU legal acts. It is not possible to introduce additional elements into the definition laid down in the Directive. Article 4(1)(o) has to be read as a whole and jointly with recital 8. Consequently private equity as such should not be deemed to be a 'holding company' in the sense of Article 4(1)(o). "Operating on its own account" should be interpreted also in the context of the requirement that the shares of such holding company are admitted to trading on a EU regulated market. Hence this means that the holding company is a separate legal entity that carries out the business of owning and holding equity shares of other companies without the intent to dispose of such shares. Such business is done on the own account of the holding company and not on behalf of a third party. It is inherent in the concept of a holding company that all other operations apart from those related to the ownership of shares and assets are done via its subsidiaries, associated companies or participations. The exclusion of a holding company in Art 2(3)(a) was meant to exclude from the AIFMD large corporates such as Siemens or Shell. The criterion of being listed is not in itself sufficient."*⁴

⁴ https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/aifmd-commission-questions-answers_en.pdf

⁵ Lovbekendtgørelse nr. 1140 af 26. september 2017 om lov om finansiell virksomhed.

Kommissionens svar indebærer bl.a., at et holdingselskab i henhold til FAIF-direktivet, og dermed FAIF-loven, ikke er relateret til finansielle holdingselskaber, som defineret i andre retsakter. Definitionen af et holdingselskab skal derfor ikke sammenholdes med forståelsen i eksempelvis lov om finansiell virksomhed.⁵

Endvidere følger det af svaret, at begrebet ”at drive virksomhed på grundlag af egne aktiver” indebærer, at selskabet er en selvstændigt juridisk enhed, der driver forretning ved at eje andele uden at have til formål at frasælge disse andele. Dertil skal denne aktivitet ske på eget grundlag og dermed ikke på grundlag af en tredjepart.

Af Kommissionens svar fremgår det, at det er indbygget i definitionen af et holdingselskab, at aktiviteten i holdingselskabet alene må vedrøre ejerskabet af andelene, mens aktiviteter relateret til drift mv. skal ligge i de underliggende selskaber, som selskabet ejer (subsidiaries, associated companies or participations). De underliggende selskaber skal således fungere som selvstændige erhvervsvirksomheder.

At de underliggende selskaber skal fungere som selvstændige erhvervsvirksomheder, ligger også i definitionen af et holdingselskab. Såfremt der ikke er tale om selvstændige erhvervsvirksomheder, kan holdingselskabet ikke gennemføre en forretningsstrategi gennem de underliggende selskaber.

I den konkrete sag, er det Finanstilsynet vurdering, at de underliggende selskaber ikke kan anses som selvstændige erhvervsvirksomheder. Aktiviteterne relateret til drift mv. kan ikke anses som at ligge i de underliggende selskaber. Som det fremgår af afsnit 4.1.3 har B A/S uddelegeret ejendomsadministrationen til tredjepart, I GmbH, og der findes alene medarbejdere ansat (viceværter, en maler og en risikomanager) i ét af de underliggende selskaber.

Hertil er det Finanstilsynets vurdering, at B A/S’ aktiviteter ikke er begrænset til ejerskabet af andelene. Som det fremgår af afsnit 4.1.3 udøver B A/S eksempelvis risikostyring, kontakt til og sparring med selskabets ejendomsadministrator, og sparring ved investeringer, renoveringer el. lign. i ejendommene. B A/S kan derfor ikke anses som alene at have et formål og en aktivitet, der består i at eje ejerandele i underliggende selskaber, men også et formål og en aktivitet, der består i at yde forvaltning m.v.

Slutligt er det vanskeligt at anse B A/S som et holdingselskab, når B A/S samtidig anfører, at selskabet anser sig om en erhvervsvirksomhed. Som det fremgår af ovenstående, er de to påstande modstridende.

Det er på baggrund af de ovenstående omtalte forhold, Finanstilsynets vurdering, at B A/S’ faktiske virksomhed ikke har karakter af at være et holdingselskab i henhold til § 2, nr. 1, i FAIF-loven.

4.3. Sammenligningen med øvrige selskaber

Finanstilsynet og dets ansatte er under ansvar efter straffelovens §§ 152152e forpligtet til at hemmeligholde fortrolige oplysninger, som de får kendskab til gennem tilsynsvirksomheden, jf. § 170, i FAIF-loven.

På denne baggrund kan Finanstilsynet ikke give oplysninger om og kommentere de konkrete selskaber, som B A/S nævner i brevet til Finanstilsynet.

...”

I klageskrivelse af 29. maj 2019 har B A/S’ direktør, A, på vegne af selskabet, anført:

”...

Herved indbringes klage over Finanstilsynets afgørelse om, at B A/S er en selvforvaltende alternativ investeringsfond.

B A/S gør principalt gældende, at selskabet drives som en erhvervsvirksomhed i henhold til § 3 i bekendtgørelse nr. 782 af 26. juni 2013 om alternative investeringsfonde ("Bekendtgørelsen"), og dermed ikke udgør en alternativ investeringsfond. Selskabet gør derfor gældende, at selskabet fejlagtigt er registreret som en alternativ selvforvaltende investeringsforening og ikke som en erhvervsdrivende virksomhed.

Subsidiært gøres det gældende, at selskabet er et holdingselskab for en række tyske ejendomsselskaber, da selskabet ikke selvstændigt ejer ejendomme, men kapitalinteresser i en række tyske ejendomsselskaber, der alle drives som erhvervsmæssige virksomheder. Selskabet falder derfor også af denne årsag uden for definitionen på en alternativ investeringsfond, jf. § 2, stk. 1, nr. 1, i Lov om Forvaltere af Alternative Investeringsfonde m.v. ("FAIFloven").

....

Klagepunkter

B A/S gør principelt gældende, at de meget udførlige redegørelser af henholdsvis 19. juli 2018, 29. oktober 2018 og 14. februar 2019, er korrekte, og at selskabet udførligt har begrundet og dokumenteret hvorfor B A/S ikke er en alternativ investeringsfond, men tværtimod må anses for at være en erhvervsvirksomhed, der beskæftiger sig med udlejning af fast ejendom i Tyskland.

Subsidiært gøres det gældende, at selskabet er et holdingselskab efter § 3, stk. 1, nr. 22 i FAIF-loven, og at selskabet følgelig heller ikke er omfattet af loven af denne grund, jf. FAIF-lovens § 2, nr. 1.

I brevet af 14.2.2019 er der ... udførligt redegjort for, at efter købet af F GmbH i efteråret 2017 skifter selskabet fuldstændig karakter, da selskabet overtager 7 ansatte og yderligere ansætter 3 medarbejdere, således at en lang række driftsopgaver fra denne dato varetages af B A/S koncernen.

I samme brev er de arbejdsopgaver, der overtages beskrevet ..., og er meget omfattende.

... i vores brev af 14.2.2019 dokumenteres via en række bilag, hvordan en række af de nye tiltag har ændret selskabets struktur og organisering.

... [vi] har beskrevet de arbejdsopgaver, der fremadrettet overtages af selskabet, og der vedlægges udførlige beskrivelser af de vedligeholdelses- og investeringsopgaver, som er gennemført i F GmbH og i G K/S. Selskaber, der er erhvervet i 2015 og i 2017.

Finanstilsynets afgørelse af 6.5.2019

Finanstilsynet oplister ... de 14 punkter, som B A/S har oplistet som opgaver, der varetages af selskabet fra 2017.

... Finanstilsynet [konkluderer], at B A/S ikke har dokumenteret, at selskabet har ændret aktiviteter, og at B A/S driver virksomhed ved at besidde ejerandele i tyske selskaber.

Begge disse vurderinger mener vi er faktisk forkerte, og vi mener at have dokumenteret, at selskabet har foretaget et skift til, at de kommercielle aktiviteter i vid udstrækning foretages af selskabet.

Det samme er tilfældet med Finanstilsynets konklusion ..., hvor Finanstilsynet konkluderer, at selskabets fokus "ikke faktisk er rettet mod drift af ejendomme".

Konklusionen i efterfølgende afsnit er også forkert. Med 10 nye ansatte er der sket en markant ændring af selskabets organisation. I samme afsnit konkluderer Finanstilsynet fejlagtigt, at "der synes ikke at være en faktisk strategi, der bygger på ejendomsdrift".

Dette er direkte forkert, og vi har i årsregnskab for 2018 ... udførligt kommenteret de 5 strategiske søjler i selskabet, hvor ejendommenes drift er udførlig beskrevet i søjle 1.

Ejendomsdrift er en helt central faktor for et veldrevet ejendomsselskab, og kan ikke outsources til tredjemand. Ejendomsdrift og ejendomsadministration er ikke det samme. Drift af over 100 tyske ejendomme og over 3. 715 lejligheder kræver særlige kompetencer. Det er vores opfattelse, at den rene administration af lejeaftaler og drøftelse med lejere kun kan ske i Tyskland. Selskabets administrator er Tysklands største ejendomsselskab med over 400.000 lejligheder under administration, og de har særlige kompetencer, som ikke kan findes andre steder i Tyskland eller i Danmark.

Outsourcing sker i en lang række virksomheder i Danmark og vi har set banker outsourcer bogføring til Polen, edbprogrammering i Indien. Eksemplerne er legio, og outsourcing ændrer ikke på selskabets grundlæggende drift.

Finanstilsynets hovedargument om, at selskabet ikke foretager den fysiske udlejning eller udarbejder kontrakter kan derfor på ingen måde stå alene. Det er kun en meget lille del af de driftsmæssige opgaver som udføres af en ekstern administrator.

Vedligeholdelse af ejendomme er blandt B A/S største omkostninger, og den er ikke outsourcet, og de udførlige beskrivelser af hvilke opgaver, der varetages af selskabet, mener vi at have dokumenteret.

Opsummerende er det således B A/S' vurdering:

at B A/S principalt ikke opfylder betingelserne for at være en alternativ investeringsfond i henhold til § 2, stk. 1, nr. 1 i FAIF-loven, eftersom selskabet driver erhvervsvirksomhed som defineret i Bekendtgørelsens § 3. Til støtte herfor henvises der til ovenstående samt vores tidligere korrespondance med Finanstilsynet.

at B A/S subsidiært opfylder betingelserne for at være et holdingselskab i medfør af FAIF-lovens § 3, stk. 1, nr. 22, og selskabet derfor heller ikke på denne baggrund er omfattet af FAIF-loven, jf. dennes § 2, nr. 1.

For så vidt angår sidstnævnte henvises særligt til Finanstilsynets bemærkning ..., hvoraf Finanstilsynet fremhæver, at betingelsen om, at en virksomhed skal "drive virksomhed på grundlag af egne aktiver" indebærer, at selskabet er en selvstændig juridisk enhed, der driver forretning ved at eje andele uden at have til formål at frasælge disse andele. B A/S bemærker i denne forbindelse, at selskabet hverken som erklæret eller faktisk strategi har til formål at sælge andelene i selskabets underliggende enheder, hvilket Finanstilsynet dog ikke har fundet anledning til at kommentere.

Endelig bestrides det, at et FAIF-lovens definition på et holdingselskab udelukker, at et holdingselskab kan udøve andre aktiviteter end besiddelse af kapitalandele. Finanstilsynet citerer i den forbindelse EU-Kommissionen, der bl.a. har udtalt " ... it is inherent to the concept of a holding company that all other operations apart from those related to the ownership of shares and assets are done via its subsidiaries, associated companies or participations"

Ovenstående passage understreger imidlertid netop, at et holdingselskab *kan* udøve virksomhed, der relaterer sig til holdingselskabets ejerskab over kapitalandele og aktiver. Det er således en fejlslutning, når Finanstilsynet ... anfører, at status som holdingselskab i henhold til FAIF-lovens § 3, stk. 1, nr. 22, udelukker nogen form for erhvervsvirksomhedsdrift.

Reaktionsmuligheder

Vi beder derfor Erhvervsankenævnet om, at Finanstilsynets afgørelse af 6. maj 2019 omgøres, subsidiært at sagen hjemvises til fornyet behandling hos Finanstilsynet under anvendelse af Erhvervsankenævnets fortolkning af definitionen på en "Erhvervsvirksomhed" og/eller et "Holdingselskab".

...”

Finanstilsynet har i en af Erhvervsankenævnet indhentet redegørelse af 13. august 2019 vedrørende sagens retlige forhold udtalt:

”...

2. Retligt grundlag og Finanstilsynets praksis

2.1 Retligt grundlag

FAIF-loven, der er en implementering af FAIF-direktivet⁵, indeholder regler, der regulerer forvaltere af alternative investeringsfonde.

Ved en alternativ investeringsfond forstås en kollektiv investeringsenhed, der rejser kapital fra en række investorer med henblik på at investere den i overensstemmelse med en defineret investeringspolitik til fordel for disse investorer, jf. § 3, stk. 1, nr. 1, i FAIF-loven.

Bekendtgørelse om alternative investeringsfonde⁶ uddyber, hvornår en enhed er omfattet af § 3, stk. 1, nr. 1, i FAIF-loven. Bekendtgørelse om alternative investeringsfonde afspejler ESMA's retningslinjer for FAIF-nøglebegreber⁷, og bekendtgørelsen skal derfor fortolkes i overensstemmelse med retningslinjerne.

I henhold til bekendtgørelse om alternative investeringsfonde er en enhed, der ikke er omfattet af § 3 i bekendtgørelsen, en alternativ investeringsfond i henhold til § 3, stk. 1, nr. 1, i FAIF-loven, såfremt enheden 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 investorerne som en kollektiv gruppe ikke har nogen daglige beføjelser eller kontrol, jf. § 2, stk. 1, i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde.

§ 2, stk. 2, i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde angiver, at en enhed anses for at have en defineret investeringspolitik, hvis enheden har en skriftlig politik for, hvordan enhedens aggregerede kapital skal forvaltes med henblik på at skabe et aggregeret afkast for enhedens investorer. Dertil nævner bestemmelsen en række eksempler, der enkeltvis eller til sammen kan indikere, at der eksisterer en sådan politik.

Af § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde følger det, at en enhed ikke opfylder betingelserne i henhold til § 3, stk. 1, nr. 1, litra a, i FAIF-

⁵ 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.

⁶ Bekendtgørelse nr. 782 af 26. juni 2013 om alternative investeringsfonde.

⁷ ESMA's retningslinjer for FAIF-nøglebegreber af den 13. august 2013:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_da_cor1.pdf.

loven, og således ikke er en alternativ investeringsfond, såfremt enhedens formål er at følge en forretningsmæssig strategi, der hovedsageligt kan karakteriseres ved en kommerciel aktivitet, der omfatter erhvervelse, salg eller udveksling af varer eller råvarer eller levering af ikke-finansielle serviceydelser, eller industriel aktivitet, der omfatter produktionen af varer eller bygninger.

FAIF-lovens § 2 indeholder en række undtagelser for enheder, som loven ikke finder anvendelse på, uanset at enheden er en alternativ investeringsfond i henhold til § 3, stk. 1, nr. 1, i FAIF-loven. Dette omfatter bl.a. holdingselskaber, jf. § 2, nr. 1, i FAIF-loven.

Ved et holdingselskab forstås et selskab med kapitalandele i et eller flere andre selskaber, hvis kommercielle formål er at gennemføre en forretningsstrategi eller -strategier gennem sine datterselskaber, tilknyttede selskaber eller kapitalinteresser for at bidrage til deres værdi på lang sigt, og som enten er et selskab, der driver virksomhed på grundlag af egne aktiver, og hvis kapitalandele optages til handel på et reguleret marked i et land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område, eller ikke er oprettet med det primære formål at generere afkast til sine investorer ved at afhænde sine datterselskaber eller tilknyttede selskaber som dokumenteret af selskabets årsrapport eller andre officielle dokumenter, jf. § 3, stk. 1, nr. 22, i FAIF-loven.

Såfremt en enhed er en alternativ investeringsfond skal denne være omfattet af en aftale om at blive forvaltet af en forvalter af alternative investeringsfonde, der er meddelt tilladelse eller er registreret som forvalter, eller alternativt skal enheden ansøge om at opnå en registrering eller tilladelse som selvforvaltende alternativ investeringsfond, jf. § 4, stk. 1, i FAIF-loven.

Bestemmelserne i FAIF-loven gælder tilsvarende for selvforvaltende alternative investeringsfonde med de fornødne tilpasninger. [Eksempelvis må en selvforvaltende alternativ investeringsfond udelukkende udføre aktiviteterne nævnt i bilag 1, nr. 1 og 2, i FAIF-loven og alene for fonden selv.]

2.2 Finanstilsynets praksis fsva. vurdering af om en enhed er en erhvervsvirksomhed med fokus på udlejning af ejendomme

Indledningsvist skal Finanstilsynet bemærke, at B A/S i denne konkrete sag, jf. ... B A/S' brev af 12. oktober 2018, har angivet at udlejning af fast ejendom er selskabets vigtigste aktivitet. På baggrund heraf er det Finanstilsynets opfattelse, at det er relevant at redegøre for Finanstilsynets praksis ved vurderingen af, om en enhed kan betragtes som en erhvervsvirksomhed med fokus på udlejning af ejendomme.

Finanstilsynet har siden FAIF-loven trådte i kraft i 2013 været ansvarlig for at føre tilsyn med de enheder, der er omfattet af FAIF-loven. I relation til sin tilsynsvirksomhed har Finanstilsynet vurderet en række enheder med henblik

på at fastlægge, om enhederne er omfattet af FAIF-loven, og bl.a. herigennem har Finanstilsynet fastlagt en praksis for, hvornår enheder er omfattet af FAIF-loven.

Finanstilsynet har på sin hjemmeside offentliggjort en 'spørgsmål og svar'-side⁸, hvor Finanstilsynet har redegjort for Finanstilsynets praksis på en række områder, herunder hvornår en enhed kan anses som en erhvervsvirksomhed med fokus på ejendomme i henhold til § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde. Finanstilsynet har ligeledes i både afgørelsen af 12. oktober 2018 og afgørelsen af 6. maj 2019 oplyst Finanstilsynets praksis ved vurderingen af, om B A/S er omfattet af FAIF-loven.

Nedenfor gennemgås Finanstilsynets praksis i hovedtræk fsva. vurderingen af, om en enhed, der investerer i ejendomme, er en erhvervsvirksomhed i henhold til § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde. Finanstilsynet henviser samtidig til Finanstilsynets hjemmeside og de to afgørelser af hhv. 12. oktober 2018 og 6. maj 2019

Nedenfor følger en række elementer, der typisk vil være relevante ved Finanstilsynets vurdering af, om en enhed er en erhvervsvirksomhed. Det er vigtigt at være opmærksom på, at dette ikke er en udtømmende liste, og at ikke alle de nævnte elementer skal være tilstede for, at en enhed vil kunne anses for at være omfattet af eller undtaget FAIF-loven. Samtidig kan der være øvrige elementer, der er relevante for den pågældende sag.

Overordnet set er det Finanstilsynets opfattelse, at såfremt en enhed skal betragtes som en erhvervsvirksomhed, skal det være afspejlet i opbygningen af enhedens organisation og enhedens faktiske aktivitet. Hvor en enhed har fokus på både driftsaktiviteter og investeringsaktiviteter, vil enheden typisk være undtaget af FAIF-loven, såfremt driften udgør den primære aktivitet, og investeringsaktiviteten er afledt af driftsaktiviteten.

Indgår enheden i et koncernforhold med et eller flere datterselskaber og/eller søsterselskaber vil vurderingen af organisationen ske på koncernniveau, således at aktiviteterne og den organisatoriske struktur i den/de underliggende datterselskaber/søsterselskaber inddrages i vurderingen. I denne sammenhæng skal det understreges, at en enhed ikke kan strukturere sig med det formål at undgå FAIF-loven.

I vurderingen af enhedens organisation og aktivitet indgår enhedens bemanning samt personalets arbejdsopgaver og ekspertise. Har enheden eksempelvis ingen medarbejdere ansat – ud over en bestyrelse og en adm. direktør – vil dette indikere, at enheden er en AIF. Enheden vil under sådan omstændigheder som udgangspunkt ikke have forudsætningerne for at yde en kommerciel eller industriel aktivitet.

⁸ <https://www.finanstilsynet.dk/Lovgivning/Information-om-udvalgte-tilsynsomraader/Kollektive-investeringer/FAIF/Spoergsmaal-og-svar-2>

Hvis andre end enhedens medarbejdere varetager de driftsrelaterede opgaver, indikerer dette ligeledes, at enheden ikke er indrettet på at varetage en kommerciel eller industriel aktivitet. Enheden har i en sådan situation ikke et organisatorisk set-up eller kompetencerne, der gør, at enheden har fokus på at drive erhvervsvirksomhed. Finanstilsynet skal understrege, at der her er tale om enhedens kerneaktivitet – eksempelvis udlejning af ejendomme – og ikke sekundære aktiviteter – eksempelvis bogføring, IT-support mv.

Er enhedens organisation derimod indrettet med en bemanning til at varetage forskellige driftsrelaterede opgaver, og har disse medarbejdere til opgave og ekspertisen til at varetage disse driftsrelaterede opgaver, vil det indikere, at enheden er en erhvervsvirksomhed. Det vil typisk være tilfældet, hvor organisationen er indrettet til at varetage eksempelvis opkrævning af husleje, vedligeholdelse og istandsættelse i forbindelse med til- og fraflytning samt udarbejdelse af el- og varmeregnskab. Det er vigtigt at understrege, at det er Finanstilsynets praksis, at en enhed ikke kan definere sig ud af FAIF-loven ved at erklære, at dens medarbejdere varetager driftsrelaterede opgaver, såfremt de faktiske opgaver ikke er driftsrelateret.

I enheder, hvor bemanningen og personalet er dedikeret til at varetage den strategiske planlægning af f.eks. opkøb og frasalg af aktiver, varetage salg af andele i enheden, foretage investorrapportering i forhold til udviklingen i enhedens kapital- og likviditetsforhold, herunder afkast mv., vil det indikere, at enhedens primære formål er investering og ikke drift. Under sådanne omstændigheder vil driftsaktiviteterne være afledt af investeringsaktiviteterne og ikke omvendt. Hvis administrations- og driftsrelaterede opgaver samtidig er delegeret til tredjepart, vil det underbygge indikationen om, at enheden er en AIF.

Har enheden uddelegeret administrationen af enheden til et andet selskab – dvs. at enheden administreres af et eksternt selskab – indikerer dette, at enheden er en AIF (og det eksterne selskab er en forvalter). Arten af de opgaver, som det eksterne selskab varetager, vil indgå i vurderingen heraf. Bærer opgaverne præg af forvaltning, vil det indikere, at der er tale om et forhold mellem en forvalter og en AIF.

Foruden organisationen og aktiviteten vil formålet med besiddelsen af aktivet/aktiverne, samt hvordan enheden genererer en indtjening (og måden hvorved enheden skaber et afkast til sine investorer) typisk også indgå i vurderingen.

Genereres indtjeningen, og dermed afkastet til investorerne, ved at enheden er eksponeret over for aktivet (eksempelvis ejendomsmarkedet) og ikke ved anvendelse af aktivet til at yde en kommerciel aktivitet, der omfatter erhvervelse, salg eller udveksling af varer eller råvarer eller levering af ikkeFinanssielle serviceydelser, eller en industriel aktivitet, der omfatter produktionen af varer eller bygninger, vil det indikere, at enheden er en AIF.

Dette vil som udgangspunkt gøre sig gældende, hvor en enhed besidder ejendommen(e) med henblik på at drage fordel af en stabil indtægtskilde i form af lejeindtægter og en eventuel profit ved fremtidig salg.

Genereres indtjeningen derimod ved anvendelse af aktivet til at yde en kommerciel aktivitet eller en industriel aktivitet, vil det indikere, at enheden er en erhvervsvirksomhed. Det vil eksempelvis være tilfældet, hvor enheden har erhvervet ejendommene med henblik på at bidrage til den ejendomsportefølje, som selskabet yder ejendomsadministration for.

Endvidere kan enhedens investeringshorisont og –strategi have betydning for vurderingen af, om enheden er en erhvervsvirksomhed. Har enheden en exit-strategi, hvor der er fastlagt en tidshorisont for, hvornår aktivet eller aktiverne skal frasælges (eksempelvis i en periode inden for 5 til 10 år), vil dette indikere, at enheden er en AIF.

Det er vigtigt at understrege, at det er Finanstilsynets praksis at en enhed ikke kan strukturere sig ud af FAIF-loven ved at have en erklæret erhvervsmæssig/kommerciel strategi (eller vedtægtsmæssigt formål), såfremt den angivne strategi ikke er udført i praksis.

For en enhed med en exitstrategi må hovedformålet med erhvervelsen af aktivet formodes at være foretaget med henblik på at opnå fortjeneste ved salg. Hvis enheden samtidig har delegeret administrative og driftsrelaterede opgaver til en tredjepart, indikerer det yderligere, at enheden har det primære fokus på investering. En AIF, som har det primære formål at generere afkast f.eks. via ændring i markedsværdier, kan dog ikke organisere sig ud af loven ved at udføre visse opgaver af driftsmæssig karakter med henblik på at opnå status som erhvervsvirksomhed og dermed blive undtaget FAIF-loven. Modsat kan mangel på en exitstrategi indikere, at en enhed er en erhvervsvirksomhed. Hvis enheden er en erhvervsvirksomhed med en forretningsmæssig strategi med fokus på udlejning af ejendomme, må det antages, at der sjældent sker salg af ejendomme, da der skabes afkast ved drift af ejendommene og ikke salg. Derfor må det også antages, at enheder, der udøver erhvervsvirksomhed, som udgangspunkt ikke har en exitstrategi.

Finanstilsynet skal understrege, at ovenstående ikke skal forstås som, at en erhvervsvirksomhed med fokus på ejendomme ikke må afhænde ejendomme. Såfremt afhændelsen er en naturlig del af enhedens strategiske udvikling, samt at enheden ikke har intentioner om at afhænde flere ejendomme med henblik på at opnå gevinst i markedsværdien, vil det fortsat kunne indikere, at enheden er en erhvervsvirksomhed.

Uanset om en enhed har en exit-strategi eller ej, skal der dog altid foretages en vurdering af de øvrige punkter, dvs. enhedens organisation, delegation af opgaver og enhedens formål og indtjening. Samtidig skal Finanstilsynet understrege, at manglen på en exit-strategi ikke automatisk undtager en enhed fra FAIF-loven, da dette ellers vil muliggøre omgåelse af FAIF-loven.

3. Finanstilsynets vurdering

Finanstilsynet skal indledningsvist anføre, at Finanstilsynet i sin afgørelser af 6. maj 2019 (samt afgørelsen af 12. oktober 2018) har vurderet, hvorvidt de af B A/S oplyste ændringer i selskabet har bevirket, at selskabet faktisk har skiftet karakter til en erhvervsvirksomhed i henhold til § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde, alternativt et holdingselskab i henhold til § 2 i FAIF-loven, i relation til Finanstilsynets afgørelse af 10. juli 2014.

Henset til at B A/S ikke klagede over afgørelsen af 10. juli 2014, men valgte at indsende en ansøgning om tilladelse som selvforvaltende AIF, lægger Finanstilsynet til grund, at B A/S ikke bestrider, at selskabet i henhold til de gældende forhold, der lå til grund for afgørelsen af 10. juli 2014, er en selvforvaltende AIF og således hverken er en erhvervsvirksomhed eller et holdingselskab.

Dette understøttes bl.a. af selskabets anmodning af 19. juli 2018, hvor B A/S på side i anmodningen har anført, at "Anmodningen er dels begrundet i ændrede forhold hos Selskabet" ..., og selskabets klagepunkt i klagen af 29. maj 2019 ..., hvor selskabet bl.a. anfører "[...], og vi mener at have dokumenteret, at selskabet har foretaget et skift til, at de kommercielle aktiviteter i vid udstrækning foretages af selskabet." Det er derfor Finanstilsynets opfattelse, at B A/S må vise og dokumentere ændringer i selskabet, der har medført en faktisk ændring af selskabet, således at selskabet enten kan karakteriseres som en erhvervsvirksomhed eller et holdingselskab.

På denne baggrund har Finanstilsynets afgørelser af hhv. 12. oktober 2018 og 6. maj 2019 været bygget op således, at Finanstilsynets vurdering af selskabets første anbringende (at selskabet har skiftet karakter til en erhvervsvirksomhed) har været baseret på, om ændringerne i hhv. 1) B A/S' aktiviteter, 2) B A/S' struktur og organisation, samt 3) B A/S' strategi har haft en faktisk indvirkning på selskabets aktiviteter og dermed status som selvforvaltende AIF. På baggrund heraf har Finanstilsynet foretaget en samlet vurdering.

I Finanstilsynets afgørelse af 6. maj 2019 blev der tilføjet et ekstra afsnit som følge af B A/S' tilføjede og andet anbringende om, at selskabet har karakter af at være et holdingselskab.

Det har derfor også betydet, at Finanstilsynet har lagt til grund, at B A/S opfylder betingelserne i § 2 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde. Disse betingelse har derfor ikke været berørt i afgørelserne, og de vil således ikke blive berørt i denne udtalelse.

Det var Finanstilsynets samlede vurdering i afgørelsen af 6. maj 2019, at B A/S ikke i hverken sin anmodning af 19. juli 2018, sit anbringelsesbrev af 29. oktober 2018 eller sin supplerende redegørelse af 14. februar 2019 og dertilhørende bilag har dokumenteret eller frembragt oplysninger, der har medført, at der er sket ændringer i B A/S, der faktisk har betydet, at B A/S siden Finanstilsynets afgørelse af 10. juli 2014 faktisk har skiftet karakter til

en erhvervsvirksomhed med fokus på udlejning af ejendomme eller alternativt et holdingselskab.

Finanstilsynet fastholder sin vurdering.

Nedenfor følger Finanstilsynets udtalelse for så vidt angår

- 1) B A/S' anbringende om, at selskabet har skiftet karakter til en erhvervsvirksomhed,
- 2) B A/S' anbringende om, at selskabet har skiftet karakter til et holdingselskab, og
- 3) B A/S' sammenligning med tre øvrige selskaber.

3.1 Erhvervsvirksomhed

Der findes mange forskellige typer af enheder med fokus på ejendomme (herefter "ejendomsenheder"), herunder en række forskellige måder at generere afkast på. Eksempelvis kan en ejendomsenhed generere afkast til sine investorer ved at investere i en ejendom med en stabil indtægtskilde i form af lejeindtægter og en eventuel profit ved fremtidig salg eller ved at investere i ejendomme, hvor der er mulighed for renovering ved fraflytning, og derefter forhøje lejen eller alternativt sælge ejendommen med en profit.

En ejendomsenhed, som har til formål at investere i ejendomme med henblik på at skabe et afkast til sine investorer, kan være omfattet af FAIFloven, men er det ikke nødvendigvis. Såfremt enheden kan anses som en erhvervsvirksomhed vil den være undtaget.

Her skal Finanstilsynet henlede opmærksomheden på, at ved erhvervsvirksomhed skal forstås en enhed, der følger en forretningsmæssig strategi, der hovedsageligt kan karakteriseres ved en kommerciel aktivitet, der omfatter erhvervelse, salg eller udveksling af varer eller råvarer eller levering af ikkefinansielle serviceydelser, eller en industriel aktivitet, der omfatter produktionen af varer eller bygninger, jf. § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde.

Erhvervsvirksomheder med "almindelig" virksomhedsdrift er således ikke AIF'er, da disse virksomheder køber driftsmateriel og aktiver for at skabe et produkt eller en tjenesteydelse, der kan generere overskud til selskabet. Driftsmateriellet og aktiverne udgør således et middel til at skabe en indtægtskilde og er ikke selve indtægtskilden.

I den konkrete sag har B A/S anført, at selskabet anser sig selv som en erhvervsvirksomhed, der har fokus på udlejning og administration af ejendomme.

I brevet af 19. juli 2018 fremgår det på ..., at det er "*Selskabets klare opfattelse, at Selskabets primære strategiske fokus anno 2018 ikke er rettet mod investering i og udvikling af ejendomme, men mod den løbende drift og administration af ejendommene*". Ligeledes fremgår det på side 3 i brevet af 12. oktober 2018, at B A/S anser "udlejning af fast ejendom som selskabets

vigtigste aktivitet, og det ser vi som en erhvervsmæssig aktivitet, der er væsentlig anderledes fra den investeringsaktivitet, som man kender et fra investeringsfonde, der investerer i aktier og obligationer.”

Ligeledes har selskabet i sine klagepunkter til Erhvervsankenævnet, jf. klagen af 29. maj 2019, anført, at *”B A/S ikke er en alternativ investeringsfond, men tværtimod må anses for at være en erhvervsvirksomhed, der beskæftiger sig med udlejning af fast ejendom i Tyskland.”*

Finanstilsynet har derfor i sin afgørelse af 6. maj 2019 vurderet, om B A/S har skiftet karakter fra en selvforvaltende alternativ investeringsfond til en erhvervsvirksomhed, der har fokus på udlejning og administration af ejendomme.

Finanstilsynet skal understrege, at denne fokus på drift skal være faktisk – dvs. at det ikke er tilstrækkeligt at have en erklæret forretningsmodel og strategi fokuseret på drift, hvis den faktiske aktivitet og organisationen ikke er udmøntet og/eller er fokuseret på investering. På den baggrund er det Finanstilsynets opfattelse, at det har været nødvendigt at se på, om selskabet har skiftet sådan karakter, at selskabet faktisk har fået fokus på drift af ejendomme, f.eks. opkrævning af husleje, vedligeholdelse og istandsættelse i forbindelse med til- og fraflytning samt udarbejdelse af el- og varmeregnskab.

I afgørelsen af 6. maj 2019 har Finanstilsynet konkluderet, at det er Finanstilsynets samlede vurdering, at B A/S’ ændrede forhold i sin aktivitet, struktur og organisation samt strategi ikke understøtter, at der siden Finanstilsynets forrige sagsbehandling i 2014 er sket ændringer i B A/S, således at selskabet kan anses som en erhvervsvirksomhed i henhold til § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde. Finanstilsynet fastholder denne konklusion.

Finanstilsynet lagde for det første vægt på, at den opdaterede strategi indikerede, at B A/S fortsat har fokus på både aktiviteter som beskrevet i § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde samt investeringsaktiviteter, der er sammenlignelige med aktiviteter, som typisk foretages af en alternativ investeringsfond eller en forvalter af alternative investeringsfonde, og at den faktiske aktivitet i selskabet synes at have et primært fokus på investering.

For det andet lagde Finanstilsynet vægt på, at ændringerne i organisationen ikke havde affødt et organisatorisk set-up, der bevirkede at organisationen er opbygget til at varetage driften af aktiverne og/eller service af enhedens kunder. Driften af ejendommene er fortsat uddelegeret til tredjemand, og de opgaver, som de ansatte medarbejdere i koncernen varetager, har et primært præg af de opgaver, som en forvalter af alternative investeringsfonde skal udføre.

3.1.1. Ændringer i B A/S’ aktiviteter

Udover at værdien af B A/S' ejendomsportefølje siden opnåelse af tilladelse som forvalter af alternative investeringsfonde i marts 2015 er steget ved køb af andele i to tyske ejendomsselskaber, har B A/S ikke i sine redegørelser til Finanstilsynet angivet oplysninger, der viser en ændring af B A/Ss aktiviteter.

Derfor fremstår B A/S' hovedaktivitet fortsat som at besidde andele i underliggende selskaber med det formål at være eksponeret over for ejendomsmarkedet, herunder de lejeindtægter, der genereres i disse selskaber. Således følger det eksempelvis af ... B A/S' årsrapport for 2018, at *"B A/S' aktiviteter er overordnet koncentreret omkring investering i tyske bolig- og erhvervsejendomme."*

Endeligt har Finanstilsynet ikke i vurderingen af 10. juli 2014 lagt til grund for sin konklusion, at selskabet har forudbestemte exitplaner for ejendommene eller selskaberne. Derimod lagde Finanstilsynet særligt vægt på selskabets organisation og aktivitet. Det faktum, at selskabet ikke har reduceret værdien af sin ejendomsportefølje siden 2015, har derfor ikke tilført nye oplysninger, der har betydning for vurderingen af, om B A/S faktisk har skiftet karakter til en erhvervsvirksomhed med fokus på udlejning af ejendomme.

Som anført under afsnit 1 "Sagsfremstilling" har B A/S i mail af 24. juli 2019 anført, B A/S gerne vil have selskabets risikorapport fra april 2018 med i dokumentationsmaterialet. Finanstilsynet skal gøre Erhvervsankenævnet opmærksom på, at B A/S – i kraft af sin status som selvforvaltende AIF – bl.a. skal varetage risikostyring.

For så vidt angår risikorapporten af april 2018, er det Finanstilsynets opfattelse, at risikorapporten viser, at B A/S' aktiviteter er fokuseret på forvaltning af en alternativ investeringsfond. B A/S beskriver igennem risikorapporten, hvordan selskabet varetager den risikostyring, som B A/S udfører i kraft af sin status som selvforvaltende AIF, med afsæt i sin investeringsstrategi, koncernstrukturen, organisationen samt opgaveansvaret.

Endeligt skal Finanstilsynet henlede opmærksomheden på, at B A/S ikke har anført, hvordan risikorapporten viser, at B A/S ikke længere er en selvforvaltende AIF.

3.1.2. Ændringer i B A/S' struktur og organisation

Som dokumentation for en ændring i sin struktur og organisation, havde B A/S ... i anmodningen af 19. juli 2018 angivet, at selskabets direktør A's arbejdsmæssige ressourcer i al væsentlighed er dedikeret til forhold, der relaterer sig til den løbende drift og administration af Selskabets ejendomme.

Det var fremført, at den daglige drift i *"Selskabet varetages af administrerende direktør A, hvis arbejde primært består i at varetage det overordnede ansvar for koncernens risikostyring, føre intern kontrol samt koordinere koncernens samarbejde med eksterne samarbejdspartnere,*

herunder bankforbindelser og koncernens tyske ejendomsadministrator. Selskabet har herudover ingen ansatte."

Det betyder, som det også fremgår ..., af B A/S' årsrapport for 2018, at "*[a]lle selskabets ejendomme administreres af D GmbH, der er et datterselskab af den tysk-østrigske D koncern.*" [Finanstilsynet bemærker, at selskabet efterfølgende har skiftet navn til I GmbH.] Som tilføjelse hertil havde B A/S på side 16 i anmodningen af 19. juli 2018 anført, at det var B A/S "*opfattelse, at det i denne forbindelse ikke kan være afgørende, at administrationen af ejendommene er outsourcet til et tysk administrationsselskab, idet dette tværtimod må anses for sædvanligt for ejendomsselskaber af den pågældende type.*"

Her skal Finanstilsynet understrege, som det også fremgår af gennemgangen af Finanstilsynets praksis i afsnit 2.2, at det har betydning, i hvilket omfang en enheds primære funktioner og aktiviteter er outsourcet til tredjemand, idet outsourcing kan indikere, at enhedens organisation ikke er opbygget til at varetage driften af aktiverne.

I sit anbringelsesbrev 29. oktober 2018 bestred B A/S Finanstilsynets forståelse af antallet af medarbejdere i selskabet. B A/S anførte i sin supplerende redegørelse af 14. februar 2019, at der i selskabet er ansat 6 viceværter, 1 maler, 1 risikomanager, 1 controller, og 1 specialkonsulent. Finanstilsynet bemærker, at de ansatte ikke er ansat i selskabet, men i koncernen eller et selskab med tilknytning til B A/S. Viceværterne, maleren og risikomanageren er ansat i F GmbH, mens controlleren og specialkonsulenten er ansat i H A/S, der er ejet af A, og som B A/S har delegeret en række funktioner til.

I sin supplerende redegørelse af 14. februar 2019 beskrev B A/S de arbejdsopgaver, som disse ansatte varetager. Finanstilsynet henviser ... Finanstilsynets afgørelse af 6. maj 2019, hvor disse opgaver er listet.

Finanstilsynet skal henlede opmærksomheden på, som Finanstilsynet også pointerede i afgørelsen af 6. maj 2019, at ved erhvervsvirksomhed i henhold til § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde skal forstås en kommerciel eller industriel aktivitet. Hovedparten af de aktiviteter, som B A/S har angivet kan ikke indikere, at der er tale om en kommerciel eller industriel aktivitet, idet hovedparten af aktiviteterne udføres, uanset om et selskab er en erhvervsvirksomhed eller ej. En virksomhed skal, uanset om den er en erhvervsvirksomhed i henhold til § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde eller ej, eksempelvis udbetale løn til sine medarbejdere, sikre finansiering og likviditet, udarbejde relevante regnskaber, lede selskabet, rapportere til relevante myndigheder osv.

Herudover skal der ved vurderingen af B A/S, som ligeledes pointeret i afgørelsen af 6. maj 2019, tages højde for, at selskabet er en selvforvaltende alternativ investeringsfond. Det betyder, at selskabet også fungerer som en forvalter, hvorfor B A/S således ikke alene skal udføre aktiviteter relateret til

en alternativ investeringsfond, men også de aktiviteter, som en forvalter af alternative investeringsfonde varetager.

Det betyder, at aktiviteter, som en forvalter af alternative investeringsfonde også varetager som eksempelvis vedligeholdelse og investering, likviditets- og økonomistyring, budgettering, finansiering, risikostyring, rapportering, bestyrelsesarbejde, vedligeholdelse af website, rapportering til myndigheder, bestyrelsesarbejde, kontakt til aktionærer og samarbejdsrelationer mv. ikke kan anses som aktiviteter, der kan understøtte en argumentation om, at en enhed er en erhvervsvirksomhed efter § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde.

For så vidt angår den aktivitet, som B A/S har benævnt som 'udlejning', bemærker Finanstilsynet, at B A/S i sin supplerende redegørelse af 14. februar 2019 har defineret dette som månedsopfølgning, tomgangsanalyser, udlejning af større lejemål, gennemgang af lejepriser mv. Månedsopfølgning, tomgangsanalyser, indexering og optimering af lejekontrakter samt gennemgang af lejepriser afspejler efter Finanstilsynets opfattelse den risikostyring og porteføljepleje som en selvforvaltende AIF varetager.

Samtidig er ejendomsadministrationen uddelegeret til I GmbH. ... i B A/S' redegørelse af 14. februar 2019 har B A/S forklaret, hvilke opgaver I GmbH varetager: *"administrerer udlejning af boliger og kontakt til lejere, og samarbejder med B A/S omkring alle væsentlige ejendomsforhold. Det drejer sig primært omkring udlejning og selskabets administrative styring af selskabets lejere."* Den faktiske udlejning er således uddelegeret til en tredjepart.

Henset hertil var og er det Finanstilsynets vurdering, at aktiviteten 'udlejning' i den konkrete sag karakter af forvaltning, herunder risikostyring og porteføljepleje, som er en forvalter af alternative investeringsfondes kerneopgaver.

Det samme gør sig gældende for direktør A's arbejdsopgaver, som B A/S har beskrevet i anmodningen af 19. juli 2018. Arbejdsopgaverne består primært i at varetage det overordnede ansvar for selskabets risikostyring, føre intern kontrol samt koordinere samarbejdet med eksterne samarbejdspartnere, herunder bankforbindelser og ejendomsadministratoren.

Finanstilsynets vurdering af de i koncernen ansattes opgaver understøttes af B A/S' egen angivelse af selskabets kernekompetence, jf. anmodningen af 19. juli 2018 ..., der angives som: *"Selskabets kernekompetence er at udarbejde og gennemføre de overordnede strategiske retningslinjer for koncernens aktiviteter, herunder sammensætningen af koncernens ejendomsportefølje samt overvågning og kontrol af driften af ejendommene med henblik på at maksimere det løbende driftsafkast."*

I relation til B A/S' angivelse af outsourcing i sin klage til Erhvervsankenævnet af 29. maj 2019, hvor selskabet anfører, at outsourcing sker i en række øvrige selskaber, bemærker Finanstilsynet, at B A/S henviser

til uddelegering af sekundære aktiviteter. Som redegjort for under Finanstilsynet praksis, angår vurderingen af en enheds organisation dens kerneaktivitet og ikke sekundære aktiviteter. Henset til at B A/S har angivet, at det har fokus på udlejning og administration af ejendomme, er det således denne funktion, der er central, og ikke uddelegering af sekundære aktiviteter som eksempelvis bogføring og edb-programmering.

Endvidere udgør B A/S' uddelegering af ejendomsadministrationen til en tredjepart ikke Finanstilsynets hovedargumentation, men selskabets uddelegering indgår i Finanstilsynets samlede vurdering.

Det var og er på baggrund af ovenstående Finanstilsynets samlede vurdering, at B A/S ikke har fremlagt dokumentation for, at der er sket ændringer i selskabets organisation siden Finanstilsynets vurdering af selskabet den 10. juli 2014, der gør, at selskabet kan anses som en erhvervsvirksomhed i henhold til § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde.

3.1.3. Ændringer i B A/S' strategi

Som dokumentation for en ændring i sin strategi, har B A/S i anmodningen af 19. juli 2018 angivet, at selskabet har opdateret sin strategi til at være koncentreret omkring drift og balancestyling. Af selskabets strategi, der tillige fremgår af B A/S' hjemmeside og bilagt anmodningen af 19. juli 2018, følger det, at B A/S *"er koncentreret omkring drift og balancestyling. Det er en interaktiv proces, der sætter selskabet i stand til at vokse, når indtjening og kapitalforhold tilsiger det. Vi vil gerne udvikle selskabets forretning, men det kræver kapital og derfor skal vækst kun ske når virksomhedens indtjening og risiko tilsiger det."*

Exit-strategi

B A/S har angivet, at selskabet har arbejdet hen imod en "køb og beholdstrategi" de senere år, hvorfor frasalgs i ejendomsporteføljen ikke (længere) skal indgå som en integreret del af B A/S' investeringsstrategi, men udelukkende på en case-by-case basis.

Finanstilsynet bemærker, at en køb og behold-strategi ikke er forbeholdt erhvervsvirksomheder. Det er ikke ualmindeligt for alternative investeringsfonde, der har fokus på eksempelvis ejendomme eller infrastruktur, at have en køb og behold strategier, da ejendomme og infrastrukturer kan have en underliggende og stabil indtægtskilde i form af eksempelvis lejeindtægter.

På baggrund heraf var det B A/S' vurdering, at selskabet har *"en erklæret strategi om at fokusere på driftsaktiviteter og balancestyling, og ikke investering i og udvikling af ejendomme."*

Som et supplerende argument, har B A/S henledt opmærksomheden på Finanstilsynets 'spørgsmål og svar', der er offentliggjort på Finanstilsynets hjemmeside, hvoraf det bl.a. fremgår, at *"[d]erfor må det også antages, at*

ejendomsfonde, der udøver erhvervsvirksomhed, som udgangspunkt ikke har en exit-strategi (frasalgt af ejendomme)."

Som Finanstilsynet også har understreget i afgørelsen af 6. maj 2019, kan en exit-strategi, eller manglen herpå, ikke alene udgøre grundlaget for vurderingen af, om en ejendomsenhed er en alternativ investeringsfond. At foretage en modsætningsslutning af citatet fra hjemmesiden er forkert. Citatet fastlægger hverken at alle erhvervsvirksomheder ikke har exit-strategier, eller at en AIF skal have en exit strategi.

Endvidere findes der ikke en begrænsning, der angiver, hvor længe et aktiv må holdes, for at en enhed kan anses som en alternativ investeringsfond. Vurderingen vil i stedet bero på, om der er et primært fokus på at drive erhvervsvirksomhed – i dette tilfælde udlejning – eller om der er et primært fokus på investeringsaktiviteten.

Samtidig skal Finanstilsynet igen gøre opmærksom på, at Finanstilsynet i vurderingen af 10. juli 2014 ikke havde lagt til grund for sin konklusion, at selskabet havde forudbestemte exitplaner for ejendommene eller selskaberne. Det faktum, at selskabet har arbejdet hen i mod en køb og hold strategi har således ikke tilført nye oplysninger, der gør, at B A/S faktisk har skiftet karakter til en erhvervsvirksomhed med fokus på udlejning af ejendomme.

På baggrund af de fremlagte redegørelser vedrørende selskabets strategi har Finanstilsynet i sin afgørelse af 6. maj 2019 anført, at B A/S' strategi (fortsat) fremstod som fokuseret på både drift og investering.

Samtidig var det nødvendigt at vurdere, om den af B A/S erklærede strategi har medført, at selskabet *faktisk* har fået et primært fokus på drift af ejendomme, hvor investering i ejendommene er sekundært og en følge af driftsaktiviteterne. Som det er anført i afsnit 2.2. kan en enhed ikke strukturere sig ud af FAIF-loven ved at erklære, at denne følger en erhvervsmæssig strategi, såfremt den angivne strategi ikke er udført i praksis. Det må derfor påvises over for Finanstilsynet, at en sådan strategi faktisk er implementeret.

Det var og er Finanstilsynets vurdering, at B A/S ikke har tilført oplysninger eller dokumentation for, at den af selskabet anførte strategi er fokuseret på udlejning af ejendomme, og er implementeret i selskabet.

Med henvisning til gennemgangen af B A/S' anbringende om ændringerne i selskabets organisationen (se afsnit 3.1.2), har B A/S ikke et organisatorisk set-up, der er fokuseret på drift af ejendomme – som er selskabets erklærede strategi. Ligeledes har de opgaver, som medarbejderne i koncernen varetager, et primært præg af de opgaver, som en forvalter af alternative investeringsfonde skal udføre, og endeligt er ejendomsadministrationen uddelegeret til tredjepart.

Strategien anført i B A/S' årsrapport for 2018

For så vidt angår den anførte strategi i B A/S' årsrapport har B A/S i den til

Erhvervsankenævnet indsendte klage af 29. maj 2019 angivet, at selskabet ... i sin årsrapport for 2018 udførligt har kommenteret på sin strategi. De elementer, som er oplistet i relation til "Ejendommens drift" omfatter "Optimere EBIT", "Stigende leje", "Reducere tomgang", "Reducere omkostninger", "Vedligeholdelse og investeringer" og "Enkle nøgletal".

Det er for en forvalter af alternative investeringsfonde, som det er for erhvervsvirksomheder, vigtigt at sikre en indtjening, herunder at tomgang i lejemålene er reduceret, at omkostningerne holdes nede, og at den nødvendige vedligeholdelse af lejemålene foretages. Derfor er disse aktiviteter en del af den porteføljepleje og risikostyring, som en forvalter skal varetage.

Hertil fremstår de faktiske kernekompetencer og arbejdsopgaver hos de medarbejderne i B A/S, jf. afsnit 3.1.2 Ændringer i B A/S' struktur og organisation, som at være rettet mod forvaltningsopgaver (porteføljepleje og risikostyring). Eksempelvis fremstår aktiviteten "udlejning" som at have karakter af porteføljepleje og risikostyring og ikke faktisk ejendomsdrift.

Det er således Finanstilsynet opfattelse, at den beskrevne strategi i årsrapporten mere har karakter af porteføljepleje og risikostyring end udlejning af ejendomme.

Når selskabet samtidig ikke har et organisatorisk set-up, der understøtter en strategi med fokus på udlejning af ejendomme, at B A/S selv har angivet selskabets kernekompetence, jf. anmodningen af 19. juli 2018 ..., som *"at udarbejde og gennemføre de overordnede strategiske retningslinjer for koncernens aktiviteter, herunder sammensætningen af koncernens ejendomsportefølje samt overvågning og kontrol af driften af ejendommene med henblik på at maksimere det løbende driftsafkast."*, og at selskabet i sin anmodning af 19. juli 2018 har oplyst, at direktør A's arbejdsopgaver primært består i at varetage det overordnede ansvar for selskabets risikostyring, føre intern kontrol samt koordinere samarbejdet med eksterne samarbejdspartnere, herunder bankforbindelser og ejendomsadministratoren, er det Finanstilsynet vurdering, at selskabets strategi har karakter af forvaltning, herunder risikostyring og porteføljepleje.

Da vurderingen samtidig skal tage i betragtning, at selskabet ikke blot er en AIF, men at selskabet har en tilladelse som en selvforvaltende AIF, er der ikke dokumenteret ændringer i B A/S' strategi, der viser, at B A/S faktisk har skiftet karakter til en erhvervsvirksomhed med fokus på udlejning af ejendomme.

Indtjeningen

Det er Finanstilsynets vurdering, at på baggrund af ovenstående fremstår B A/S' erhvervelse og besiddelse af ejerandele i underliggende tyske selskaber, der ejer ejendomme, ikke som begrundet i et fokus på at yde ejendomsadministration eller anden kommerciel aktivitet for disse ejendomme. Formålet med erhvervelserne og den indirekte besiddelse af ejendommene fremstår derimod som at være foretaget med henblik på at

drage fordel af en stabil indtægtskilde i form af lejeindtægter og en eventuel profit ved fremtidig salg.

B A/S' indtjening sker således ved at besidde ejendommene indirekte for herigennem at være eksponeret over for den tilhørende pengestrøm og en eventuel fremtidig gevinst og ikke ved at anvende ejendommene i en kommerciel sammenhæng.

Porteføljepleje

Finanstilsynet bemærker, at det ikke er korrekt, at B A/S – ikke udfører porteføljepleje. Selskabet bestred i sit anbringelsesbrev af 29 oktober 2018, at selskabet *"driver porteføljepleje som man kender det fra aktier og obligationer med løbende omlægning af investering"* og oplyste i sin supplerende redegørelse af 14. februar 2019, at selskabet *"ser porteføljepleje som et finansielt teoretisk udtryk, som anvendes når der sammensættes forskellige aktivklasser, og hvor der foretages en diversifikation."*

Finanstilsynet skal understrege, at porteføljepleje ikke er et teoretisk udtryk, og at det ikke er begrænset alene til aktier og obligationer, men at det finder anvendelse på alle typer af investeringer. Én af kerneopgaverne for en forvalter af alternative investeringsfonde er porteføljepleje, hvilket B A/S i kraft af sin status som selvforvaltende alternativ investeringsfond skal varetage.

Porteføljepleje er betegnelsen for plejen af investeringer og beslutningen om foretagelse af investeringer inden for de givne rammer for en investeringsstrategi og risikoprofil, typisk med det formål at maksimere porteføljeafkastet. Varetagelse af porteføljepleje kan bl.a. indebære løbende tilpasning af porteføljen samt strategisk udvikling heraf under hensyntagen til strategi og risikoprofil.

Det er derfor ikke korrekt, at B A/S ikke udøver porteføljepleje. Som det fremgår af B A/S' strategi, foretager selskabet porteføljepleje, som følger: *"Via langsigtede investeringsprogrammer fastlægges vedligeholdelse og investeringer, således at alle ejendomme er tilpasset markedsforholdene."*

Ligeledes anfører B A/S, at alle købsbeslutninger sker på baggrund af en due diligence, der bl.a. indeholder *"forhold, der knytter sig til mulighederne for at skabe værditilvækst"*, som skal forbi bestyrelsen, og *"f.eks. forhold, der knytter sig til mulighederne for at optimere ejendommene med henblik på at opnå en fortjeneste ved et fremtidigt salg"*, der ikke skal forbi bestyrelsen. Sådanne strategiske planer om værditilvækst viser, at der foretages porteføljepleje i B A/S.

Endeligt henvises der til afsnit 3.1.2, hvor det fremgår, at selskabets opgaver har karakter af bl.a. porteføljepleje.

Samlet vurdering

Det var og er på baggrund af ovenstående Finanstilsynets samlede vurdering, at B A/S ikke har fremlagt dokumentation for, at der faktisk er implementeret

en strategi, der bygger på ejendomsdrift, der gør, at selskabet kan anses som en erhvervsvirksomhed i henhold til § 3 i bekendtgørelse om alternative investeringsfonde.

3.2 Holdingselskab

Finanstilsynet skal henlede opmærksomheden på, at B A/S ikke havde anført dette anbringende i anmodningen af den 19. juli 2018. Derimod blev det fremført efter Finanstilsynets afgørelse af 12. oktober 2018.

Som også bemærket i afgørelsen af 6. maj 2019, har B A/S ikke i sin supplerende redegørelse af 14. februar 2019 begrundet redegjort for, hvorfor B A/S anser sig selv for at være undtaget efter § 2, nr. 1, i FAIF-loven. Dette på trods af, at selskabet eksplicit blev bedt herom i Finanstilsynets brev til selskabet den 14. december 2018.

Det fremgår således ... [af] B A/S' supplerende redegørelse af 14. februar 2019, at selskabet henviser til sit anbringelsesbrev, idet det nævnes, at *"og det uddybes, at B A/S er et holdingselskab, der udelukkende ejer andele i en række tyske ejendomsselskaber, hvis primære formål er at drive erhvervsmæssig virksomhed med udlejning af tyske investeringsejendomme."*

Finanstilsynet skal som i sin afgørelse af 6. maj 2019 understrege, at det faktum, at et selskab betegner sig som et holdingselskab, ikke undtager selskabet fra FAIF-loven, såfremt selskabet ikke faktisk er et holdingselskab. Samtidig skal det understreges – som det er anført både i afsnit 2.2. og 3.1 – at en enhed ikke kan strukturere sig ud af FAIF-loven.

Finanstilsynet skal ligeledes gøre Erhvervsankenævnet opmærksom på, at det ikke er ualmindeligt, at en (selvforvaltende) alternativ investeringsfond ikke ejer ejendommen(e) direkte, men at der i stedet foreligger et indirekte ejerskab ved at eje andele i et underliggende selskab, der besidder ejendommen(e). Det at eje andele i andre selskaber er ikke forbeholdt holdingselskaber.

Finanstilsynet henviste både i Finanstilsynets afgørelse af 6. maj 2019 og i Finanstilsynets vurdering af 10. juli 2014 til Kommissionens uddybende svar om, hvilke former for selskaber, der falder ind under undtagelsen for holdingselskaber.

Af Kommissionens svar fremgår det, at det er indbygget i definitionen af et holdingselskab, at aktiviteten i holdingselskabet alene må vedrøre ejerskabet af andelene, mens aktiviteter relateret til drift mv. skal ligge i de underliggende selskaber, som selskabet ejer (subsidiaries, associated companies or participations). De underliggende selskaber skal således fungere som selvstændige erhvervsvirksomheder.

At de underliggende selskaber skal fungere som selvstændige erhvervsvirksomheder, ligger også i definitionen af et holdingselskab. Såfremt der ikke er tale om selvstændige erhvervsvirksomheder, kan

holdingselskabet ikke gennemføre en forretningsstrategi gennem de underliggende selskaber.

I den konkrete sag var og er det Finanstilsynet vurdering, at de underliggende selskaber ikke kan anses som selvstændige erhvervsvirksomheder. Aktiviteterne relateret til drift mv. kan ikke anses som at ligge i de underliggende selskaber. Som det fremgår af afsnit 3.1.3 har B A/S uddelegeret ejendomsadministrationen til tredjepart, I GmbH, og der findes alene medarbejdere ansat (viceværter, en maler og en risikomanager) i ét af de underliggende selskaber.

Hertil var og er det Finanstilsynets vurdering, at B A/S' aktiviteter ikke er begrænset til ejerskabet af andelene. Som det fremgår af afsnit 3.1.3 udøver B A/S eksempelvis risikostyring, kontakt til og sparring med selskabets ejendomsadministrator, og sparring ved investeringer, renoveringer el. lign. i ejendommene. B A/S kan derfor ikke anses som alene at have et formål og en aktivitet, der består i at eje ejerandele i underliggende selskaber, men også et formål og en aktivitet, der består i at yde forvaltning, herunder porteføljepleje og risikostyring.

I sin klage indsendt til Erhvervsankenævnet den 29. maj 2019 har B A/S bestridt, at Kommissionens uddybende svar om definitionen på holdingselskaber indebærer, at aktiviteten i holdingselskabet alene må vedrøre ejerskabet af andelene. Selskabet henviser til følgende citat: *"It is inherent in the concept of a holding company that all other operations apart from those related to the ownership of shares and assets are done via its subsidiaries, associated companies or participations."*

På baggrund heraf anfører B A/S, det er *"således en fejlslutning, når Finanstilsynet ... anfører, at status som holdingselskab i henhold til FAIFlovens § 3, stk. 1, nr. 22, udelukker nogen form for erhvervsvirksomhedsdrift."*

Som det følger af den af B A/S citerede sætning, så ligger det i definitionen af et holdingselskab, at alle aktiviteter, foruden aktiviteter relateret til ejerskabet, ligger i de underliggende selskaber, som selskabet ejer. Med andre ord tager holdingselskabet ikke del i driftsaktiviteterne.

På baggrund heraf er det således vanskeligt at anse B A/S som et holdingselskab i henhold til § 3, stk. 1, nr. 22, i FAIF-loven, når B A/S samtidig anfører, at selskabet anser sig om en erhvervsvirksomhed. Som det fremgår af ovenstående, er de to påstande modstridende.

Det var og er på baggrund af ovenstående Finanstilsynets samlede vurdering, at B A/S ikke har fremlagt dokumentation, der viser en ændring i B A/S siden Finanstilsynets vurdering af selskabet den 10. juli 2014, der gør, at selskabet kan anses som et holdingselskab i henhold til § 3, stk. 1, nr. 22, i FAIF-loven og dermed undtaget i henhold til § 2, nr. 1, i FAIF-loven.

3.3. Sammenligningen med øvrige selskaber

Finanstilsynet og dets ansatte er under ansvar efter straffelovens §§ 152152e forpligtet til at hemmeligholde fortrolige oplysninger, som det får kendskab til gennem tilsynsvirksomheden, jf. § 170, stk. 1, i FAIF-loven.

På denne baggrund kan Finanstilsynet ikke kommentere på de konkrete selskaber, som B A/S nævner i brevet af 19. juli 2018 om anmodning om fornyet vurdering af selskabets status som selvforvaltende AIF.

§ 170, stk. 1, i FAIF-loven finder imidlertid ikke anvendelse for administrative myndigheder og domstole, som behandler afgørelser, der er truffet af Finanstilsynet, jf. § 170, stk. 7, i FAIF-loven. Da Finanstilsynet har mulighed for at videregive disse oplysninger til Erhvervsankenævnet og herved give Erhvervsankenævnet et bedre indblik i den pågældende sag, har Finanstilsynet vedlagt et notat angående B A/S' sammenligning med øvrige selskaber, ...

Finanstilsynet skal henlede Erhvervsankenævnets opmærksomhed på, at Erhvervsankenævnet og dets ansatte er undergivet den i § 170, stk. 1, i FAIF-lovens omhandlede tavshedspligt fsva. disse oplysninger, jf. § 170, stk. 8, i FAIF-loven. ... [notatet] er derfor forbeholdt Erhvervsankenævnet.
..."

Heroverfor har direktør, A, på vegne af B A/S i et supplerende indlæg af 2. september 2019 anført:

"...

Finanstilsynet argumenterer 15 gange i ... [udtalelse og redegørelse] af 13. august 2019, at B A/S med Finanstilsynets fortolkning af 10. juli 2014 fra Finanstilsynet, som selvforvaltende investeringsfond burde have rejst indsigelser mod at selskabet kvalificeres som en selvforvaltende investeringsfond.

Vi vedlægger vores brev af 9. maj 2014, hvor B A/S argumenterer for, at selskabet er en erhvervsdrivende virksomhed og ikke en kollektiv investeringsenhed, og i samme brev henviser vi til, at selskabet subsidiært er omfattet af undtagelsesbestemmelsen for holdingselskaber i FAIF-lovens § 2, nr. 1.

En række af de synspunkter der gøres gældende i B A/S' brev til Finanstilsynet af 9. maj 2014 i henhold til FAIF-loven, er i øvrigt de samme, som vi fortsat bruger i vores argumentation, hvorfor vi fortsat mener, at selskabet ikke er omfattet af FAIF-loven.

Når ansøgning blev indsendt i 2014 skyldes det, at Finanstilsynet telefonisk meddelte selskabet, at man havde konkluderet, at B A/S er omfattet af FAIF-loven, hvorfor selskabets bestyrelse efterfølgende tog dette til efterretning.

Det er ikke det samme som, at selskabet er enige i Finanstilsynets fortolkning. Selskabet har efterfølgende med købet af G K/S i 2015 og med købet af F GmbH i 2017 skiftet karakter - ikke mindst organisatorisk.

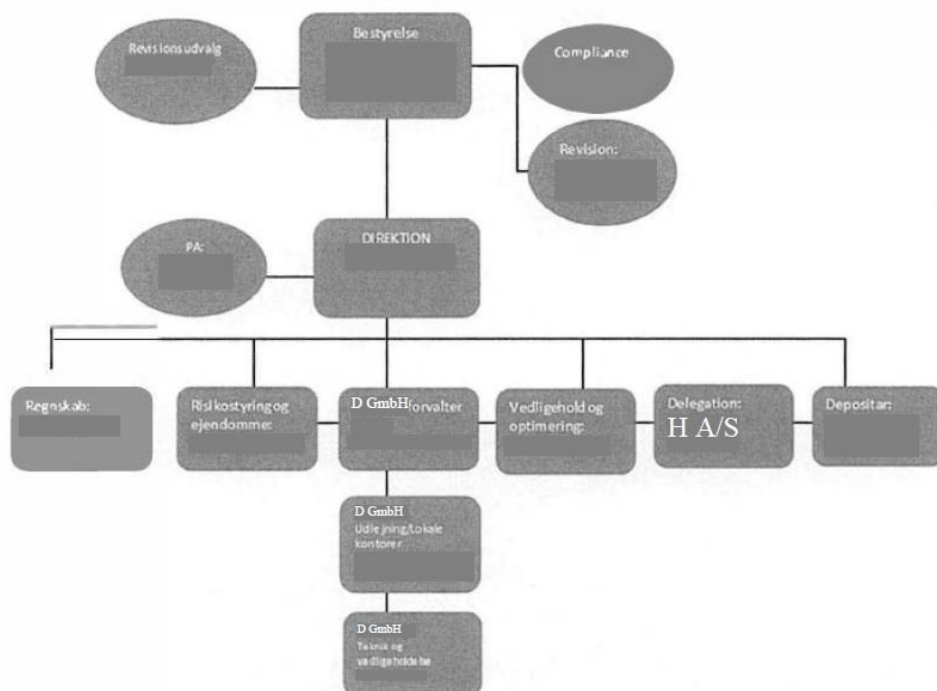
...

Vi finder det påfaldende, at Finanstilsynet kan argumentere for at det organisatoriske set-up

"ikke havde medført et organisatorisk set-up, således at organisationen er opbygget til at varetage driften af aktiverne og/eller service af kunderne".

Et af B A/S hovedargumenter er, at selskabet med overtagelse af F GmbH i 2017 får tilknyttet en række nye medarbejdere med henblik på at have et hensigtsmæssigt organisatorisk set-up. Dette fremgår ligeledes af vores brev til Finanstilsynet af 14. februar 2019 med meget udførlige beskrivelser af den ændrede organisation og de driftsmæssige forhold, som nu varetages af B A/S.

Organisation efter overtagelse af F GmbH i 2017:



...

Det er B A/S ledelse og tilknyttede medarbejdere der leder og som foretager alle driftsmæssige beslutninger og analyser for selskabet, der således drives som en erhvervsvirksomhed.

Det fremgår tydeligt af det organisatoriske diagram, at der er tilknyttet en lang række medarbejdere til de driftsmæssige opgaver, og at opgaverne sker i et samarbejde med flere eksterne samarbejdspartnere. De driftsmæssige opgaver

som udføres af B A/S har vi i 14 uddybende punkter beskrevet på side 8- 11 i vores brev til Finanstilsynet af 14. februar 2019.

En lang række opgaver omkring udlejning foretages i dag v.h.a. et IT-/SAPsystem hos D GMBH, hvor alle processer sker automatisk. Udlejning til større lejere, opfølgning på udlejning og gennemgang af selskabets største omkostninger {vedligeholdelse}, varetages af tre danske og en tysk medarbejder i samarbejde med den tyske forvalters nøglemedarbejdere. Investeringsbeslutninger i alle ejendomme foretages af B A/S direktion og bestyrelse.

Når et andet stort børsnoteret selskab {K A/S} kan oprette et "facility system selskab", der foretager selskabets administrative forhold, så er der ingen lighed for loven, idet dette selskab er defineret som et ikke - FAIF-selskab.

...

Finanstilsynet hævder i andet afsnit, at

"B A/S' ændrede forhold i sin aktivitet struktur og organisation samt strategi ikke understøtter, at der siden Finanstilsynets forrige sagsbehandling i 2014 er sket ændringer i B A/S, således at selskabet kan anses som en erhvervsvirksomhed".

Vi har i vores brev af 14. Februar 2019 ... dokumenteret v.h.a. bilag, hvordan en række driftsmæssige aktiviteter foretages af B A/S og tilknyttede medarbejdere.

I selskabets årsregnskab ... er vist hvordan resultater og balance har udviklet sig i de seneste 3 år. Selskabets balance - bl.a. efter købet af G K/S i 2015 og F GmbH i 2017 - er således siden 2014 steget fra ca. 330 mio. DKK til i dag ca. 2,5 mia. DKK.

Det er en vildfarelse, at B A/S er klassificeret som en investeringsforening når der reelt drives erhvervsmæssig virksomhed.

...

Selskabets risikorapport er medsendt for at beskrive selskabets aktiviteter. En risikorapport skal ikke illustrere om et selskab er omfattet af FAIFloven, men for at vise selskabets risikoforhold, og B A/S er indtil videre stadig omfattet af loven herom.

..."

I anledning af direktør A's indlæg af 2. september 2019, fremkom Finanstilsynet med følgende supplerende bemærkninger:

"...

1. supplerende sagsfremstilling

Finanstilsynet finder det relevant at fremkomme med en supplerende bemærkning til B A/S' bemærkning om, at selskabet har haft bemærkninger til Finanstilsynets afgørelse af 10. juli 2014.

1.1. Ingen indsigelse over Finanstilsynets afgørelse af 10. juli 2014

... i ... [sit indlæg] af 2. september 2019 nævner B A/S, at Finanstilsynet flere steder ...[i udtalelse og redegørelse] af 13. august 2019 har angivet, at B A/S *"burde have rejst indsigelser mod at selskabet kvalificeres som en selvforvaltende investeringsfond."* Herefter nævner B A/S, at selskabet ved brev af den 9. maj 2014 anførte argumenter for, at selskabet er en erhvervsvirksomhed og subsidiært et holdingselskab.

Det er Finanstilsynets opfattelse, at B A/S' bemærkninger fremstår upræcise, og at bemærkningerne ikke afspejler Finanstilsynets bemærkninger i ...[udtalelse og redegørelse] af 13. august 2019.

Indledningsvist skal Finanstilsynet understrege og præcisere, at Finanstilsynet i[udtalelse og redegørelse] af 13. august 2019 henviser til Finanstilsynets afgørelse af 10. juli 2014 – som er vedlagt som bilag 1 til svarskriftet. Finanstilsynet vurderede i sin afgørelse af 10. juli 2014, at B A/S var omfattet af lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. ("FAIFloven"). Det er denne afgørelse af 10. juli 2014, som B A/S kunne have klaget over til Erhvervsankenævnet, såfremt selskabet ikke var enig i Finanstilsynets vurdering.

Når B A/S henviser til sit brev af 9. maj 2014, henviser B A/S således til et brev, der blev sendt til Finanstilsynet 2 måneder før Finanstilsynets afgørelse af 10. juli 2014.

Finanstilsynet skal gøre Erhvervsankenævnet opmærksom på, at brevet af 9. maj 2014 angår B A/S' anmodning til Finanstilsynet om bekræftelse på, at selskabet ikke var omfattet af FAIF-loven. Brevet dannede således grundlag for Finanstilsynets afgørelse af 10. juli 2014 – se eksempelvis sagsfremstillingen i Finanstilsynets afgørelse af 10. juli 2014, jf. ...Finanstilsynets ...[udtalelse og redegørelse] af 13. august 2019.

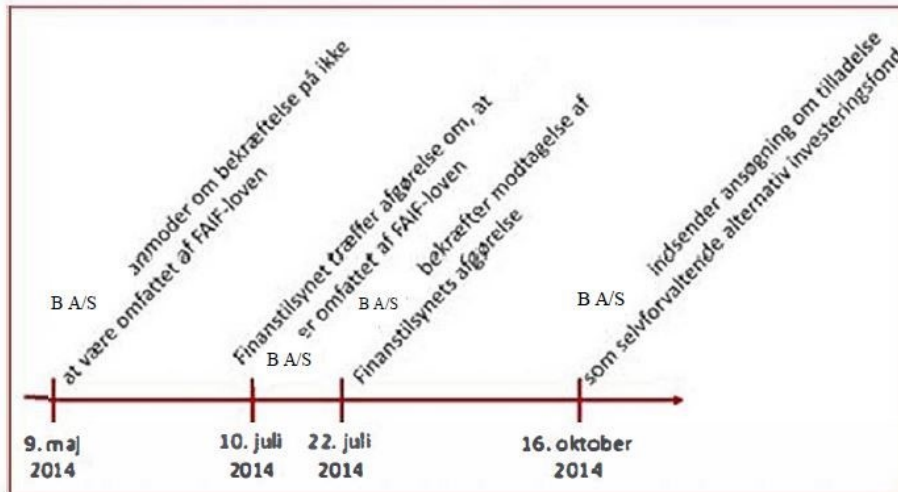
Endvidere skal Finanstilsynet bemærke, at Finanstilsynet sendte afgørelsen den 10. juli 2014 til B A/S, som den 22. juli 2014 bekræftede modtagelse af afgørelsen. I modtagelsen anførte selskabet desuden, at *"Samtidig vil vi bede bestyrelsen om den er enig med Tilsynet om at B A/S er en alternativ investeringsfond, og udarbejde ansøgning herom, såfremt bestyrelsen er af samme opfattelse, herunder udpege en forvalter."*

Når B A/S den 16. oktober 2014 indsendte en ansøgning om tilladelse som selvforvaltende alternativ investeringsfond, og samtidig ikke klagede over Finanstilsynets afgørelse af 10. juli 2014 til Erhvervsankenævnet, må

selskabet anses for at have været enig i Finanstilsynets afgørelse af 10. juli 2014.

På baggrund heraf er det Finanstilsynets opfattelse, at B A/S' bemærkninger fremstår som upræcise i relation til sagsforløbet omkring Finanstilsynets vurdering af selskabet i 2014. På baggrund heraf har Finanstilsynet i figur 1 illustreret sagsforløbet i 2014.

Figur 1: Opsummering af sagsforløb i 2014



...”

Heroverfor har direktør A på vegne af B A/S anført:

”...

B A/S valgte i 2014 ikke at rejse indsigelser. Tiden var en anden, og det helt centrale er ikke 2014, men at B A/S med overtagelse af F GmbH i 2017 får tilknyttet en række nye medarbejdere med henblik på at have et hensigtsmæssigt organisatorisk set-up. Dette fremgår ligeledes af vores brev til Finanstilsynet af 14. februar 2019 med meget udførlige beskrivelser af den ændrede organisation og de driftsmæssige forhold, som nu varetages af B A/S.

Det er fortsat vores hovedsynspunkt, og vi har udførligt i tidligere brev beskrevet ændringernes betydning og detaljering i B A/S.

...”

Lovgrundlag:

Alternative investeringsfonde er defineret i FAIF-lovens § 3, stk. 1, nr. 1. Nærmere herom følger af AIF-bekendtgørelsens § 2, stk. 1, som fastslår, at en enhed, som ikke er omfattet af AIF-bekendtgørelsens § 3 - der vedrører erhvervsvirksomheder - er en alternativ investeringsfond i henhold til § 3, stk. 1, nr. 1, i FAIF-loven, såfremt

enheden eller en afdeling i enheden 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 disse investorer, hvor ejere af en eller flere andele i enheden, eller i en afdeling i enheden, som en kollektiv gruppe ikke har nogen daglige beføjelser eller kontrol.

En enhed opfylder ikke betingelserne i henhold til § 3, stk. 1, litra a, i FAIFloven, og er ikke en alternativ investeringsfond, såfremt enhedens formål er at følge en forretningsmæssig strategi, der hovedsageligt kan karakteriseres ved en kommerciel aktivitet, der omfatter erhvervelse, salg eller udveksling af varer eller råvarer eller levering af ikke-finansielle serviceydelser, eller en industriel aktivitet, der omfatter produktionen af varer eller bygninger, jf. AIF-bekendtgørelsens § 3.

Det fremgår af FAIF-lovens § 2, nr. 1, at holdingselskaber er undtaget fra loven. Af § 3, stk. 1, nr. 22, i FAIF-loven, fremgår, at et holdingselskab, i henhold til loven, er et selskab med kapitalandele i et eller flere andre selskaber, hvis kommercielle formål er at gennemføre en forretningsstrategi eller -strategier gennem sine datterselskaber, tilknyttede selskaber eller kapitalinteresser for at bidrage til deres værdi på lang sigt, og som enten er et selskab, der driver virksomhed på grundlag af egne aktiver, og hvis kapitalandele optages til handel på et reguleret marked i et land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område eller, som ikke er oprettet med det primære formål at generere afkast til sine investorer ved at afhænde sine datterselskaber eller tilknyttede selskaber, som dokumenteret af selskabets årsrapport eller andre officielle dokumenter.

Nærmere om FAIF-lovens definition af et holdingselskab følger af EuropaKommissionens spørgsmål-svar-ark⁹:

“...

The definition of holding companies given in the AIFMD is not related to the definition of financial holding companies in other EU legal acts. It is not possible to introduce additional elements into the definition laid down in the Directive. Article 4(1)(o) has to be read as a whole and jointly with recital 8. Consequently private equity as such should not be deemed to be a 'holding company' in the sense of Article 4(1)(o). "Operating on its own account" should be interpreted also in the context of the requirement that the shares of such holding company are admitted to trading on a EU regulated market.

⁹ https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/aifmd-commission-questions-answers_en.pdf

Hence this means that the holding company is a separate legal entity that carries out the business of owning and holding equity shares of other companies without the intent to dispose of such shares. Such business is done on the own account of the holding company and not on behalf of a third party. It is inherent in the concept of a holding company that all other operations apart from those related to the ownership of shares and assets are done via its subsidiaries, associated companies or participations. The exclusion of a holding company in Art 2(3)(a) was meant to exclude from the AIFMD large corporates such as Siemens or Shell. The criterion of being listed is not in itself sufficient.
...”

Ankenævnet udtaler:

Erhvervsankenævnet bemærker indledningsvis, at det fremgår af den påklagede afgørelse af 6. maj 2019, at Finanstilsynet har foretaget en vurdering af, hvorvidt de af klager fremførte ændrede forhold i B A/S kan medføre, at selskabet må anses som en erhvervsvirksomhed i overensstemmelse med § 3 i bekendtgørelse nr. 782 af 26. juni 2013 om alternative investeringsfonde (herefter AIF-bekendtgørelsen).

Herefter har Finanstilsynet vurderet, hvorvidt B A/S kan anses for at være et holdingselskab efter § 3, stk. 1, nr. 22, jf. § 2, nr. 1, i lov nr. 1047 af 14. oktober 2019 om forvaltere af alternative investeringsfonde mv. (herefter FAIF-loven).

Finanstilsynet har ikke foretaget en konkret vurdering af, hvorvidt B A/S opfylder betingelserne i FAIF-lovens § 3, stk. 1, nr. 1, samt AIF-bekendtgørelsens § 2, stk. 1, og dermed, hvorvidt selskabet udgør en alternativ investeringsfond. I stedet har Finanstilsynet i afgørelsen lagt til grund, at B A/S fortsat må anse sig selv for at opfylde disse betingelser, idet selskabet ikke i sine skrivelser til Finanstilsynet af 19. juli 2018, 29. oktober 2018 og 14. februar 2019 har bestridt dette.

For så vidt angår vurderingen af, om B A/S er omfattet af AIF-bekendtgørelsens § 3 har Finanstilsynet lagt afgørende vægt på, at selskabet har outsourcet ejendomsadministrationen til tredjemand i stedet for at varetage administrationen med egne medarbejdere. Finanstilsynet konkluderer, at dette medfører, at selskabet ikke selv udøver en kommerciel aktivitet i form af udlejningsvirksomhed.

Det er ankenævnets vurdering, at det ikke er relevant for vurderingen af, om der er tale om udøvelse af udlejningsvirksomhed, om B A/S har outsourcet ejendomsadministrationen. Ved udlejningsvirksomhed består den kommercielle aktivitet i at optimere henholdsvis lejeindtægter og omkostninger, herunder til ejendomsadministration og vedligeholdelse. Det beror i den forbindelse på en konkret forretningsmæssig vurdering, om det mest omkostningseffektive er at varetage ejendomsadministrationen selv ved egne medarbejdere eller at outsource den til tredjemand.

Ankenævnet finder i stedet, at det afgørende er, om selskabet hovedsageligt har til formål at opnå indtjening på udlejningsvirksomhed eller på værdistigning på ejendomme. Det må herunder tillægges betydning, hvorledes selskabets indtjening hidtil har været fordelt på disse to områder. Finanstilsynet ses ikke at have forholdt sig til, hvorledes selskabets aktivitet målt på indtjening har været fordelt på henholdsvis udlejningsvirksomhed og realiserede/urealiserede værdistigninger på ejendomme.

For så vidt angår vurderingen af, om B A/S er omfattet af FAIF-lovens definition af et holdingselskab, kan ankenævnet tiltræde Finanstilsynets vurdering, at selskabets aktiviteter ikke er begrænset til ejerskabet af andelene.

Når henses hertil, og idet Finanstilsynet ikke har forholdt sig til, om B A/S, på baggrund af de ændrede forhold i selskabet, fortsat er en alternativ investeringsfond i henhold til FAIF-loven, hjemvises sagen til fornyet behandling hos Finanstilsynet.