

## RETLIGE RAMMER FOR GRØNNE OG SOCIALE INVESTERINGER

KØBENHAVNS KOMMUNE

### 1. INDLEDNING

Økonomiudvalget i Københavns Kommune ("**Kommunen**") har modtaget et medlemsforslag<sup>1</sup> med et ønske om, at Kommunen investerer i alt 1 % af Kommunens likviditet ligeligt fordelt på sociale og grønne værdipapirer via henholdsvis en almindelig investeringsforening og en alternativ investeringsfond.

På baggrund af medlemsforslaget ønsker Kommunen at afdække, hvordan investeringer i grønne og sociale projekter (de "**Påtænkte Investeringer**") kan foretages, herunder inden for rammerne af Kommunens eksisterende investeringsforening (UCITS) og ved at investere i alternative investeringsfonde (AIF'er).

Vi forstår, at de Påtænkte Investeringer fortrinsvis forventes at vedrøre opstartsvirksomheder, som eksempelvis er etableret i aktie- eller anpartsselskabsform.

I dette notat har vi beskrevet de retlige rammer for, at Kommunen kan foretage de Påtænkte Investeringer via Kommunens eksisterende investeringsforening, Investeringsforeningen Profil Invest (CVR-nr. 21859206), Afdeling KK ("**Kommunens Investeringsforening**") eller ved at investere via en alternativ investeringsfond (en AIF).

---

<sup>1</sup> Medlemsforslag om sociale investeringer (2021-0414210) fremsat af Mia Nyegaard (B).

## 2. SAMMENFATNING

De retlige rammer er ikke til hinder for, at Kommunen kan foretage de Påtænkte Investeringer, enten via Kommunens Investeringsforening eller via en AIF. Der gælder dog en række betingelser, som i praksis kan være vanskelige at opfylde og/eller forbundet med væsentlige omkostninger.

### 2.1 Investering via Kommunens Investeringsforening

Reglerne i Kommunestyrelsesloven og Anbringelsesbekendtgørelsen giver mulighed for, at Kommunen kan foretage de Påtænkte Investeringer via Kommunens Investeringsforening.

Eftersom de Påtænkte Investeringer forventes at vedrøre unoterede værdipapirer i mindre danske virksomheder, herunder kapitalandele i opstartsvirksomheder, skal investeringerne leve op til kriterierne i Investeringsbekendtgørelsen<sup>2</sup>. Disse kriterier kan i praksis være vanskelige at opfylde, ligesom der kan være betydelige omkostninger forbundet hermed.

Hvis Kommunen ønsker at foretage de Påtænkte Investeringer via Kommunens Investeringsforening, er det vores anbefaling, at Kommunen undersøger og sikrer følgende:

- (a) Kommunen bør drøfte nødvendige opdateringer af prospektet for Kommunens Investeringsforening med bestyrelsen i Kommunens Investeringsforening, herunder ændring af de gældende restriktioner og præciseringer samt opdatering af risikoprofilen. De fire nuværende porteføljeformidlere bør inddrages, så det sikres, at de kan varetage den forvaltningsopgave, der er forbundet med investering i unoterede kapitalandele. Kan de ikke det, skal markedet afsøges for en fondsforvalter, der kan håndtere opgaven.
- (b) Prospektet bør også opdateres med en politik for udøvelse af (aktivt) ejerskab i unoterede selskaber, herunder retningslinjer om, hvorvidt (og i givet fald hvordan) man vil overvåge sådanne selskaber, samt hvornår og hvordan man vil gribe ind for at beskytte og øge værdien af investeringen på længere sigt.
- (c) Ved sin udvælgelse af konkrete investeringsobjekter skal Kommunens Investeringsforening være opmærksom på de kriterier, der er fastsat i Investeringsbekendtgørelsen, herunder sikre sig:
  - (i) at selskabskapitalen skal være fuldt indbetalt, så tabsrisikoen er begrænset til det investerede beløb, hvilket udelukker de i opstartsmiljøet ret almindelige 'tegningsilsagn' (*commitments*),

---

<sup>2</sup> Bekendtgørelse nr. 755 af 17. juni 2014 om investerbare værdipapirer og pengemarkedsinstrumenter for danske UCITS.

- (ii) at der ikke gælder omsættelighedsbegrænsninger for kapitalandelene (dvs. at kapitalandelene skal være omsættelige i henhold til selskabsloven og ikke underlagt en ejerftale med omsættelighedsbegrænsning, f.eks. i form af forkøbsretsbestemmelser),
- (iii) at selskabet kan levere pålidelige, kvartalsvise værdiansættelser, som typisk vil være indre værdi beregninger baseret på kvartalsregnskaber, og
- (iv) at selskabet løbende kan levere andre relevante oplysninger om virksomheden og kapitalandelene.

## 2.2 Investering via en alternativ investeringsfond

Reglerne i Kommunestyrelsesloven og Anbringelsesbekendtgørelsen giver også mulighed for, at Kommunen kan foretage de Påtænkte Investeringer via en alternativ investeringsfond (en "AIF") under forudsætning af, at den pågældende AIF forvaltes af en ekstern forvalter (en FAIF), som har tilladelse til at markedsføre AIF'en over for detailinvestorer i Danmark.

Vi har ikke kendskab til eksisterende AIF'er, som foretager investeringer svarende til de Påtænkte Investeringer.

Hvis Kommunen ønsker at foretage de Påtænkte Investeringer via en AIF, er det vores anbefaling, at Kommunen forsøger at finde en FAIF, der har den fornødne markedsføringstilladelse, med henblik på at drøfte mulighederne for at investere i (en afdeling af) en eksisterende AIF, som forvaltes af FAIF'en, eller at etablere en ny afdeling forvaltet af FAIF'en eller en ekstern forvalter.

Inden Kommunen investerer i en konkret AIF, er det vores anbefaling, at Kommunen undersøger og sikrer følgende:

- (a) Af hensyn til at reducere de løbende omkostninger mest muligt, vil det være en fordel at vælge en AIF, der er etableret som en kapitalforening (med forskellige afdelinger).
- (b) Investeringsprofilen for den valgte AIF skal give AIF'en mulighed for at foretage de Påtænkte Investeringer, og det er herudover vores anbefaling, at den valgte AIF hovedsageligt investerer i værdipapirer.
- (c) Der skal være tale om en "åben" AIF, hvilket indebærer, at investorer løbende kan investere i AIF'en, og at transaktioner kan finde sted med udgangspunkt i AIF'ens indre værdi.

Vi anbefaler, at Kommunen konsulterer uafhængige rådgivere for at sikre, at ovenstående betingelser overholdes i det konkrete tilfælde.

Det er vores vurdering, at investering i en AIF, der forvaltes af en FAIF med tilladelse fra Finanstilsynet, vil indebære en begrænset administration for Kommunen.

Hvis Kommunen ønsker at etablere sin egen AIF og i den forbindelse etablere en ny FAIF, som skal indhente de fornødne tilladelser fra Finanstilsynet, må stiftelsesomkostningerne forventes at blive betragtelige. Hertil kommer det løbende forvaltningshonorar, som skal forhandles konkret med den pågældende FAIF.

### 3. KOMMUNESTYRELSESLOVEN OG KOMMUNALFULDMAGTSREGLERNE

#### 3.1 Kommunestyrelseslovens § 44

Det følger af kommunestyrelseslovens § 44, at kommuners frie likvider

*"... skal indsættes i et pengeinstitut eller på postgirokonto eller anbringes i sådanne obligationer eller investeringsbeviser, i hvilke fondes midler kan anbringes."*

Formålet med bestemmelsen er at sikre, at kommunale aktiver ikke anvendes til spekulation med risiko for tab.

Bestemmelsen indeholder efter sin ordlyd en udtømmende angivelse af, hvordan en kommune kan anbringe sine midler.

Kommunestyrelseslovens § 44 giver ikke en kommune hjemmel til at placere sine frie midler i de samme obligationer og investeringsbeviser som fonde. Den såkaldte anbringelsesbekendtgørelse<sup>3</sup> ("**Anbringelsesbekendtgørelsen**"), som indeholder regler om, hvilke aktiver midler kan anbringes i, og om forvaltningen af midlerne, gælder således ikke fuldt ud for kommuner. Det gør alene den del af Anbringelsesbekendtgørelsen, der vedrører "*obligationer og investeringsbeviser*". Det kan udledes af det kommunale tilsyns praksis.

Dette indebærer, at Kommunen som udgangspunkt kun kan foretage investeringer, der falder inden for Kommunestyrelseslovens § 44 og Anbringelsesbekendtgørelsen.

Følgende fremgår af Indenrigs- og Sundhedsministeriets resumé af to udtalelser fra ministeriet af henholdsvis 26. marts og 2. maj 2002 til en kommune og et selskab:

*"Der er ved Justitsministeriets bekendtgørelse nr. 809 af 23. oktober 1997 om anbringelse af fondes midler og bestyrelsesvederlag m.v. (fondsbekendtgørelsen) fastsat en række krav til fondes anbringelse af midler.*

[...]

*Udtalt, at erhvervsobligationer og konvertible obligationer imidlertid ikke er omfattet af den kommunale styrelseslovs § 44, uanset at fonde kan anbringe en del af deres midler i sådanne obligationer. Efter Indenrigs- og*

---

<sup>3</sup> Bekendtgørelse nr. 1525 af 28. oktober 2020 om anbringelse og bestyrelses af fondes midler.

*Sundhedsministeriets opfattelse er erhvervsobligationer og konvertible obligationer således ikke omfattet af udtrykket "obligationer" i den kommunale styrelseslovs § 44. Baggrunden herfor er, at kreditrisikoen for erhvervsobligationer og konvertible obligationer er anderledes end kreditrisikoen for almindelige stats- og realkreditobligationer.*

*Kommuner vil som følge heraf ej heller kunne anbringe midler i udenlandske erhvervsobligationer.*

*Endvidere udtalt, at det forhold, at kommuner ikke kan anbringe midler i erhvervsobligationer, imidlertid efter Indenrigs- og Sundhedsministeriets opfattelse ikke medfører, at kommunerne er afskåret fra at anbringe midler i udbyttegivende investeringsforeninger eller afdelinger af sådanne, som i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger investerer i erhvervsobligationer.*

*I den forbindelse udtalt, at ministeriet herved forudsætter, at kommunernes anbringelser af midler i investeringsforeninger eller afdelinger af sådanne sker i overensstemmelse med fondsbekendtgørelsen."<sup>4</sup>*

Kommuner har efter ordlyden af kommunestyrelseslovens § 44 endvidere ikke hjemmel til at anbringe midler i aktier.

Bestemmelsen giver således ikke hjemmel til, at kommuner direkte kan placere likvider i aktier eller andre risikable værdipapirer. Bestemmelsen giver efter ovennævnte praksis dog mulighed for at placere midler i visse udbyttegivende investeringsforeninger (UCITS), jf. nedenfor under punkt 4.1, ligesom der er mulighed for at anbringe midler i visse alternative investeringsfonde, jf. nedenfor under punkt 5.

### **3.2 Giver kommunalfuldmagtsreglerne en udvidet adgang til placering af midler?**

Det følger af kommunalfuldmagtsreglerne, der er subsidiære i forhold til den skrevne lovgivning, at det ikke er en lovlig kommunal opgave at foretage handel med valuta eller tilsvarende alene med det formål at skaffe kommunen en økonomisk gevinst.

En kommune vil efter praksis alene kunne anvende finansielle instrumenter og foretage investeringer i det omfang, dispositionen har en direkte sammenhæng med en konkret kommunal disposition af økonomisk eller forretningsmæssig karakter, fx hvis kommunen foretager kurs- og rentesikring i forbindelse med en kommunal lånoptagelse.<sup>5</sup>

---

<sup>4</sup> Se også Indenrigs- og Sundhedsministeriets brev af 3. marts 2004 til et kapitalforvaltningsselskab samt Økonomi- og Indenrigsministeriets udtalelse af 5. maj 2017 til en region.

<sup>5</sup> Indenrigsministeriets brev af 6. september 1996 til en bank.

Det er derfor vores vurdering, at kommuner efter kommunalfuldmagtsreglerne ikke har hjemmel til at eje selskaber, der investerer i aktier eller andre værdipapirer ud over, hvad der ligger inden for rammerne af kommunestyrelseslovens § 44, jf. ovenfor under punkt 3.1.

Det bemærkes for god ordens skyld, at det efter vores vurdering er i overensstemmelse med kommunalfuldmagtsreglerne, at Kommunen inden for rammerne af Kommunestyrelseslovens § 44 investerer i værdipapirer med sociale og grønne formål, da disse er lovlige kommunale formål.

#### **4. INVESTERINGSFORENINGER**

##### **4.1 Kommunens mulighed for at investere via en investeringsforening (UCITS)**

Kommunen må gerne investere i investeringsbeviser i udbytteudloddende investeringsforeninger eller i en afdeling af sådan en investeringsforening, jf. Anbringelsesbekendtgørelsens § 8, stk. 1.

Efter Anbringelsesbekendtgørelsens § 8, stk. 1, er det en betingelse:

- (a) at investeringsforeningen ikke kan give bidrag til humanitære og almennyttige organisationer,
- (b) at investeringsforeningen ikke må udlodde af sin formue, dvs. udlodde ud over investeringsresultatet i et givent år, og
- (c) at investeringsforeningen ikke har "lock-up"-perioder, hvor indløsning/tilbagealg til investeringsforeningen ikke kan ske.

Udloddende investeringsforeninger må i princippet investere i alt, som Investeringsforeningsloven, respektive UCITS-direktivet, giver mulighed for; det vil sige værdipapirer og pengemarkedsinstrumenter, som er noteret på en godkendt fondsbørs, eller som handles på et reguleret marked i EU.

Herudover følger det af Investeringsforeningslovens § 139, stk. 4, at en afdeling af investeringsforeningen må:

*"... investere indtil 10 pct. af sin formue i andre værdipapirer eller pengemarkedsinstrumenter end de i stk. 1 og 2 og § 140 nævnte. Afdelingen skal dog fortsat investere inden for sin investeringspolitik." (vores understregning)*

De "andre værdipapirer eller pengemarkedsinstrumenter", som en afdeling af en UCITS kan investere op til 10 procent af sin formue i, kan for eksempel være unoterede værdipapirer. Der kan derimod ikke investeres i andele i investeringsinstitutter, afledte finansielle instrumenter eller råvareinstrumenter.

I praksis benytter danske UCITS hovedsageligt bestemmelsen til at investere i værdipapirer, der er noteret på et andet reguleret marked, og til investering i

unoterede aktier, herunder aktier i den pågældende UCITS' investeringsforvaltningsselskab.<sup>6</sup>

Bestemmelsen kan i princippet også benyttes til at investere i en alternativ investeringsfond (en AIF), hvis kapitalandelene i den pågældende AIF er unoterede aktier, som opfylder betingelserne i Investeringsbekendtgørelsens § 1, der er beskrevet nedenfor under punkt 4.3. Vi er imidlertid ikke bekendt med, at Investeringsforeningslovens § 139, stk. 4, i praksis har været anvendt til at investere i AIF'er, og dette er næppe sandsynligt.

Den eksisterende porteføljeforvalter i Kommunens Investeringsforening, Danske Invest Management A/S, der må anses for at være markedsledende har den 11. maj 2022 i en mail til Kommunen oplyst, at de **ikke** kan tilbyde at administrere denne form for investering. Investering i unoterede AIF'er via Kommunens Investeringsforening forudsætter derfor, at Kommunens Investeringsforening kan finde en anden porteføljeforvalter til formålet, hvilket formentligt bliver yderst vanskeligt. Vi er således ikke bekendte med, at andre danske UCITS-porteføljeforvaltere tilbyder administration af investeringer i AIF'er i medfør af Investeringsforeningslovens § 139, stk. 4.

#### 4.2 Unoterede værdipapirer

Ved "*unoterede værdipapirer*" forstås kapitalandele, obligationer og andre omsættelige værdipapirer, der **ikke** er optaget til handel på et reguleret marked<sup>7</sup>, dvs. på en fondsbørs. Indenfor EU/EØS anses et marked for at være et "*reguleret marked*", hvis det er anført på den liste, som den uafhængige komité af finansielle tilsynsmyndigheder i Europa har udarbejdet<sup>8</sup>. Den eneste danske aktør, der pt. er angivet på listen, er NASDAQ Copenhagen. Andre eksempler på regulerede markeder er New York Stock Exchange og London Stock Exchange.

I en dansk kontekst er det kun aktieselskaber, der kan optages til handel på en fondsbørs, og på grund af den tunge og omkostningskrævende proces, der er forbundet med at blive børsnoteret, er det kun relevant for aktieselskaber af en vis størrelse. Som eksempler på danske børsnoterede selskaber kan nævnes A.P. Møller Mærsk, Danske Bank og Carlsberg.

Derimod kan anpartner i et dansk anpartsselskab og kommanditandele i et dansk kommanditselskab ikke optages til handel på en fondsbørs, og de vil således altid være unoterede værdipapirer.

---

<sup>6</sup> Jf. Karnov note til Investeringsforeningslovens § 139, stk. 4.

<sup>7</sup> Begrebet "*reguleret marked*" er defineret i Art. 4, stk. 1, nr. 21, i Direktiv 2014/65/EU om markeder for finansielle instrumenter ("**MIFID II-Direktivet**") som et multilateralt system, der drives og/eller forvaltes af en markedsoperatør, som — inden for systemet og under iagttagelse af faste regler — sætter forskellige tredjeparters købs- og salgsinteresser i finansielle instrumenter i forbindelse med hinanden eller befordrer dette på en sådan måde, at det medfører indgåelse af en aftale om finansielle instrumenter, der er optaget til handel efter dette markeds regler og/eller systemer, og som (i) er meddelt tilladelse og (ii) fungerer efter forskrifterne samt afsnit III i MIFID II-Direktivet.

<sup>8</sup> Listen kan ses her: [https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma\\_registers\\_upreg](https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_upreg)

Det bemærkes, at der findes markeder for handel med unoterede aktier, også kaldet OTC-markeder<sup>9</sup>. Sådanne markeder er imidlertid ikke "regulerede markeder", og aktier, der handles via disse, er derfor "unoterede værdipapirer". Et eksempel på sådan en alternativ markedsplads er First North<sup>10</sup>, som giver mulighed for at handle unoterede selskaber under lempeligere krav end fondsbørsen.

I § 1 i bekendtgørelse nr. 755 af 17. juni 2014 om investerbare værdipapirer og pengemarkedsinstrumenter for danske UCITS ("**Investeringsbekendtgørelsen**") er der fastsat en række betingelser for de unoterede værdipapirer, som en UCITS må investere i. Disse betingelser gennemgås nedenfor under punkt 4.3 i relation til den investeringsforening, som Kommunen i dag foretager investeringer igennem.

#### 4.3 **Investeringsforeningen Profil Invest, Afdeling KK**

Kommunen er medlem af Investeringsforeningen Profil Invest (CVR-nr. 21859206) ("**Kommunens Investeringsforening**"), som er opdelt i tre afdelinger. Vi forstår, at Kommunen investerer midler via Afdeling KK, som ifølge vedtægterne for Kommunens Investeringsforening<sup>11</sup> investerer i værdipapirer o.l. i overensstemmelse med § 44 i lov om kommunernes styrelse ("**Kommunestyrelsesloven**").

Det fremgår af vedtægternes § 4 (*Afdelinger*), at Afdeling KK "*indenfor sit investeringsområde*" kan investere indtil 10 % af formuen i unoterede aktier, obligationer og pengemarkedsinstrumenter. Det er i overensstemmelse med reglen i Investeringsforeningslovens § 139, stk. 4, som er omtalt ovenfor under punkt 4.1. Stiftelsesdokumentationen for Kommunens Investeringsforening giver således umiddelbart mulighed for at investere i unoterede kapitalandele, jf. dog nærmere herom under punkt 4.3.6 nedenfor.

I de følgende afsnit gennemgås de konkrete kriterier, som er fastsat i Investeringsbekendtgørelsens § 1, og som skal overholdes af Kommunens Investeringsforening ved investering i unoterede værdipapirer.

##### 4.3.1 *Begrænset tabsrisiko*

**Kriterium:** Tabsrisikoen på de unoterede værdipapirer skal være begrænset til det beløb, som investeringsforeningen har betalt for værdipapirerne.

Ved investering i et dansk kapitalselskab vil denne betingelse normalt være opfyldt, idet danske kapitalselskaber (A/S eller ApS) har begrænset hæftelse. Det

---

<sup>9</sup> Et OTC-marked ('Over the Counter') er et decentraliseret marked, hvor markedsdeltagerne typisk kommunikerer med hinanden via telefon og e-mail. Handlerne offentliggøres ikke, og der er således en lavere grad af gennemsigtighed end på børsmarkedet.

<sup>10</sup> First North omtales jævnligt som en 'minibørs' eller en 'vækstbørs'. Trods disse betegnelser anses First North aktier imidlertid for at være unoterede, hvilket bl.a. fremgår af First North's egen hjemmeside (<https://www.firstnorthaktier.dk/skat-paa-first-north/>).

<sup>11</sup> Se Vedtægternes § 4, Afdeling KK.



er dog en forudsætning, at selskabskapitalen er fuldt indbetalt, så investeringsforeningen ikke senere kan blive mødt med et krav om indbetaling af udestående selskabskapital.

Vi forstår, at de Påtænkte Investeringer blandt andet kan være i sociale opstartsvirksomheder. Hvis selskabskapitalen i den pågældende opstartsvirksomhed er fuldt indbetalt, er kriteriet om begrænset tabsrisiko opfyldt.

I praksis kan det dog være vanskeligt at finde egnede investeringsobjekter, som lever op til dette krav – særligt hvis investeringen foretages på et tidligt stadie af den pågældende virksomheds levetid. Det skyldes, at mange opstartsvirksomheder er struktureret på en måde, som gør det muligt for dem at 'kalde kapital' fra investorer løbende. En investeringsaftale vil således ofte være struktureret sådan, at virksomheden ikke får hele investeringen på dag 1, men kan kalde yderligere 'trancher', når fastsatte milepæle nås. På den måde undgår selskabet at ligge inde med kontante midler, der ikke umiddelbart er brug for, og investor kan have pengene investeret andetsteds, indtil de bliver 'kaldt'. Investor undgår samtidig at have satset hele kapitalen på et selskab, som viser sig ikke at kunne nå de fastsatte milepæle. Denne type investering er ikke tilladt efter Investeringsbekendtgørelsen.

Hvis Kommunen ønsker at investere i et selskab, som har brug for at kalde kapital løbende, kan det konkret overvejes at give en hensigtserklæring om fremtidige investeringer – eksempelvis baseret på, at virksomheden skal nå nogle nærmere definerede delmål. Det er dog afgørende for overholdelse af kriteriet om begrænsning af tabsrisikoen, at Kommunens Investeringsforening ikke forpligter sig til at investere yderligere midler i fremtiden.

#### 4.3.2 *Værdipapirernes likviditet*

**Kriterium:** De unoterede værdipapirers likviditet må ikke bringe investeringsforeningens evne til at efterleve kravet om indløsning af andele til enhver tid i fare.

Dette kriterium hænger sammen med lovkravet om, at en dansk UCITS (eller afdeling heraf) skal indløse en investors andele, når investoren anmoder om det<sup>12</sup>. En investor skal altså til enhver tid kunne afhænde sine andele, uanset om der er en køber til andelene eller ej, hvilket også følger af punkt 7.1 i prospektet for Kommunens Investeringsforening. Eftersom Kommunen er eneste investor i Kommunens Investeringsforening (Afdeling KK), er dette i praksis formentlig et mindre problem, som dog må drøftes med investeringsforvaltningsselskabet.

Værdipapirer i form af kapitalandele i et unoteret selskab er mindre likvide end noterede værdipapirer. Hvis Kommunens Investeringsforening på et tidspunkt ønsker at sælge de unoterede kapitalandele for at forbedre den overordnede likviditet i investeringsforeningen, skal man således først finde en køber og her-

---

<sup>12</sup> Jf. Investeringsforeningslovens § 74, stk. 1.

efter blive enige om værdiansættelsen. Det kan potentielt være en længere proces, idet et tidskomprimeret salg meget hyppigt vil skulle ske med en rabat i forhold til købsprisen.

Kriteriet indebærer imidlertid, at investeringen ikke må "*være til hinder for*", at en investor kan indløse sine andele i UCITS. Det må efter vores opfattelse forstås sådan, at unoterede værdipapirer i et enkelt selskab ikke må udgøre en meget betydelig del af UCITS' (eller afdelingens) samlede investeringer, og at vedtægterne og/eller en eventuel ejerftale for det pågældende selskab ikke må indeholde såkaldte "lock-up" bestemmelser, som begrænser investeringsforeningens mulighed for at overdrage værdipapirerne.

Den generelle 10 %-begrænsning, som gælder for Kommunens Investeringsforening, bevirker i sig selv, at værdipapirer i et enkelt unoteret selskab næppe vil udgøre så betydelig en del af investeringerne, at det i sig selv kan bringe investeringsforeningens evne til at efterleve indløsningskravet i fare. Det afgørende bliver derfor i praksis, om der er aftalt omsætningsbegrænsninger for de unoterede værdipapirer, hvilket kan undersøges ved gennemgang af vedtægterne og en eventuel ejerftale for selskabet.

#### 4.3.3 *Værdiansættelse*

**Kriterium:** Der skal kunne foretages en pålidelig, periodisk værdiansættelse af de unoterede værdipapirer baseret på oplysninger fra udstederen af værdipapiret eller pålidelige investeringsanalyser.

Det fremgår ikke direkte af Investeringsbekendtgørelsen, hvor ofte en værdiansættelse skal foretages, men efter markedspraksis accepteres kvartalsvise værdiansættelser.

Værdiansættelsen må foretages efter sædvanlige, anerkendte værdiansættelsesmetoder, hvilket må vurderes konkret for det enkelte værdipapir. Ofte vil man beregne indre værdi ud fra et kvartalsregnskab, som i givet fald må udarbejdes i det unoterede selskab, da en råbalance næppe vil være tilstrækkelig.

Opfyldelse af dette kriterium kræver forudgående drøftelser med det pågældende selskab, så det sikres, at Kommunens Investeringsforening modtager pålidelige værdiansættelser hvert kvartal, og at der anvendes en pålidelig værdiansættelsesmetode.

#### 4.3.4 *Tilgængelige oplysninger*

**Kriterium:** Relevante oplysninger om de unoterede værdipapirer skal være tilgængelige i form af regelmæssige og præcise oplysninger til den pågældende UCITS om værdipapiret eller eventuelt om værdipapirporteføljen.

Det er ikke nærmere præciseret i bekendtgørelsen, hvad der forstås ved "*regelmæssige og præcise oplysninger*". Efter vores vurdering må kriteriet ses i sammenhæng med kravet om periodiske værdiansættelser, idet der kan være andre forhold end de konkrete værdiansættelser, som har betydning for investorers risikovurdering af værdipapiret.

Investering i unoterede værdipapirer indebærer, at Kommunens Investeringsforening kan udøve et mere aktivt ejerskab, end når der investeres i noterede værdipapirer. Vi anbefaler derfor, at der for Kommunens Investeringsforening fastsættes en politik om, hvordan det aktive ejerskab skal udøves. Politikken kan for eksempel omfatte retningslinjer for, hvornår og hvordan man vil gribe ind overfor det pågældende selskab for at beskytte og øge værdien af investeringen på lang sigt.

Kommunens Investeringsforening bør desuden løbende overvåge det eller de unoterede værdipapirer og selskaber, der investeres i, så man har mulighed for at reagere overfor det pågældende selskab, hvis det måtte blive nødvendigt.

#### 4.3.5 *Værdipapirernes omsættelighed*

**Kriterium:** Værdipapirerne skal være omsættelige.

Omsættelighedsbegrænsninger for kapitalandele i danske selskaber kan enten være fastsat i selskabets vedtægter<sup>13</sup> eller i en ejerftale mellem kapitalejerne.

Dette kriterium hænger tæt sammen med kriteriet om værdipapirernes likviditet, og vi henviser derfor til punkt 4.3.2 ovenfor.

#### 4.3.6 *UCITS' investeringsmålsætninger eller -politik*

**Kriterium:** Erhvervelsen af de unoterede værdipapirer skal være i overensstemmelse med den pågældende UCITS' (eller den relevante afdeling heraf) investeringsmålsætninger eller investeringspolitik.

Investering i unoterede værdipapirer kan kun ske i det omfang, at det fremgår af den relevante UCITS (eller afdelings) investeringspolitik.

Prospektet for Kommunens Investeringsforening<sup>14</sup> indeholder i punkt 4.1 en beskrivelse af afdelingens investeringer, risici mv. Heraf fremgår det, at Afdeling KK er kategoriseret under artikel 8 i SFDR<sup>15</sup>, og at afdelingen fremmer miljømæssige og/eller sociale karakteristika. Investeringsprofilen giver således (isoleret set) mulighed for at foretage grønne og sociale investeringer.

Det fremgår videre af prospektet, at bestyrelsen har fastsat nogle restriktioner og præciseringer vedrørende investeringerne, jf. punkt 4.1.3 i prospektet. Disse

---

<sup>13</sup> Jf. selskabslovens § 48, stk. 1.

<sup>14</sup> Prospekt, Investeringsforeningen Profil Invest Afdeling KK, offentliggjort den 14. februar 2022.

<sup>15</sup> EU Forordning nr. 2019/2088 af 27. november 2019 om bæredygtighedsrelaterede oplysninger i sektoren for finansielle tjenesteydelser.

er udmøntet i enslydende bestyrelsesinstrukser til afdelingens fire portefølje-  
forvaltere; Danske Bank Asset Management, Nykredit Asset Management, Jyske  
Bank A/S og Nordea Investment Management.

Med de eksisterende restriktioner og præciseringer vedrørende porteføljesam-  
mensætningen er der ikke mulighed for at investere i unoterede værdipapirer.

Hvis Kommunen ønsker, at en del af midlerne i Afdeling KK skal investeres i uno-  
terede værdipapirer, skal prospektet således først opdateres, så unoterede ak-  
tief bliver et tilladt investeringsaktiv for maksimalt 10 % af formuen. Det er be-  
styrelsen i Kommunens Investeringsforening, der opdaterer prospektet, og som  
således kan ændre restriktioner og præciseringer vedrørende porteføljesam-  
mensætningen.

#### 4.3.7 UCITS' risikostyringsproces

**Kriterium:** Risikostyringsprocessen for den pågældende UCITS skal på pas-  
sende vis opfange de risici, der er forbundet med investering i de  
unoterede værdipapirer.

Dette kriterium hænger sammen med det generelle krav om, at en dansk UCITS  
(eller afdeling heraf) skal have effektive former for virksomhedsstyring, herun-  
der procedurer til at identificere, forvalte, overvåge og rapportere om de risici,  
som Kommunens Investeringsforening er eller kan blive udsat for.<sup>16</sup>

Prospektet for Kommunens Investeringsforening indeholder i punkt 4.2 et afsnit  
om afdelingens risiko. I afsnittet beskrives afdelingens risikoklasse (risikoklasse  
2) og de forskellige risikofaktorer, som en potentiel investor skal være opmærk-  
som på. Hvis prospektet opdateres til at give mulighed for investering i unote-  
rede værdipapirer (for maksimalt 10 % af formuen), så skal der ligeledes tages  
højde herfor i prospektets risikoafsnit.

#### 4.4 Konklusion – Investering via Kommunens Investeringsforening

En investeringsforening skal investere ud fra et princip om risikospredning, og  
udgangspunktet er, at den investerer i noterede værdipapirer. Der er dog mu-  
lighed for at investere op til 10 % af formuen i andre værdipapirer, herunder  
unoterede værdipapirer, så længe der investeres indenfor den pågældende in-  
vesteringsforenings (eller afdelings) investeringspolitik.

I praksis anvendes muligheden for at investere i unoterede værdipapirer i meget  
begrænset omfang. Det hænger sammen med, at det er praktisk vanskeligt at  
opfylde de kriterier, der følger af Investeringsbekendtgørelsen, indenfor en øko-  
nomisk investeringsramme, som samtidig giver mulighed for at opnå et accep-  
tabelt afkast.

---

<sup>16</sup> Jf. Investeringsforeningslovens § 63, stk. 1, nr. 4.

Vi har ikke kendskab til andre danske UCITS, som investerer i grønne eller sociale opstartsprojekter, der er etableret i form af et aktie-/eller anpartsselskab.

## 5. ALTERNATIVE INVESTERINGSFONDE

### 5.1 Kommunens mulighed for at investere via en alternativ investeringsfond (AIF)

Det følger af Anbringelsesbekendtgørelsens § 5, stk. 1, nr. 5, og § 13, stk. 1, at Kommunen må investere i en alternativ investeringsfond, når den alternative investeringsfond har tilladelse til at markedsføre den alternative investeringsfond over for detailinvestorer i Danmark.

Det er samtidig en forudsætning for at investere i en alternativ investeringsfond, at Kommunen overholder reglerne i Kommunestyrelseslovens § 44 og Kommunalfuldmagten, jf. overfor under punkt 3.

En investering i en alternativ investeringsfond kan ikke ske som en investering via Kommunens eksisterende UCITS, medmindre den alternative investeringsfond er børsnoteret<sup>17</sup> eller etableret som et aktieselskab, hvis kapitalandele er unoterede aktier, der opfylder betingelserne i Investeringsbekendtgørelsens § 1 (se ovenfor under punkt 4.1)<sup>18</sup>.

### 5.2 Hvad er en alternativ investeringsfond?

Det fremgår af § 3, stk. 1, nr. 1, i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde ("**FAIF-loven**"), at en alternativ investeringsfond ("**AIF**") er:

*"En kollektiv investeringsenhed eller investeringsafdelinger deraf, som rejser kapital fra en række investorer med henblik på at investere den i overensstemmelse med en defineret investeringspolitik til fordel for disse investorer (...)"* (vores understregninger)

For at der er tale om "*en række investorer*", kræves det alene, at det ikke er udelukket, at der kan komme andre investorer til.<sup>19</sup> Det er således kun, hvis Kommunen stifter sin egen AIF og vælger (eksempelvis gennem vedtægterne for det pågældende selskab), at der ikke kan komme andre investorer til, at der af den grund ikke vil være tale om en AIF.<sup>20</sup> Selv hvis Kommunen er eneste investor (og dermed den eneste, der er rejst kapital fra), vil der stadig være tale om en AIF, hvis det ikke er udelukket, at der kan komme andre investorer til, forudsat at de resterende krav er opfyldt.

---

<sup>17</sup> Jf. Investeringsforeningslovens § 139, stk. 1.

<sup>18</sup> Jf. Investeringsforeningslovens § 139, stk. 4.

<sup>19</sup> Guidelines on key concepts of the AIFMD, ESMA/2013/600, 24 May 2013

<sup>20</sup> Finanstilsynets praksis er ikke helt så streng, som ESMA's retningslinjer foreskriver.

For at der kan være tale om, at investeringen foretages "*til fordel for disse investorer*" kræves det, at der er tale om et monetært afkast.<sup>21</sup> Det er vores vurdering, at de Påtænkte Investeringer også lever op til dette krav på trods af, at der er tale om investeringer, der også søger andre formål, eksempelvis klimahensyn, miljøhensyn og hensyn til at skabe en gavnlig social effekt. Dette skyldes, at der ikke *udelukkende* er tale om investeringer, der har et ikke-monetært afkast for øje. Så længe det monetære afkast (uanset om det måtte være lavt) indgår som en del af investeringscasen, er det efter vores opfattelse tilstrækkeligt til, at kravet opfyldes.

En AIF ligner på mange måder en traditionel investeringsforening, men den adskiller sig ved at have friere investeringsrammer. En AIF skal således ikke leve op til de regler om risikospredning, der findes for UCITS, og den har mulighed for at geare investeringer og investere i aktiver, som en investeringsforening ikke kan investere i.<sup>22</sup>

### 5.3 Forvaltning

Enhver AIF skal have en forvalter, som står for forvaltningen af de investeringer, der foretages i AIF'en, samt de øvrige opgaver, som er beskrevet i FAIF-loven (en "**FAIF**"). Mindre AIF'er opererer dog typisk som selvforvaltende AIF'er uden en ekstern FAIF, jf. nærmere herom nedenfor.

En FAIF er en reguleret enhed, som skal have tilladelse eller være registreret efter FAIF-loven (se nærmere herom i pkt. 5.4 nedenfor). Det kan eksempelvis være et investeringsforvaltningsselskab, jf. § 10 a i Lov om Finansiell Virksomhed ("**FIL**").

Der udarbejdes en investeringsforvaltningsaftale, der specificerer hvilke opgaver, som FAIF'en skal varetage. FAIF'en skal varetage den daglige drift af AIF'en, herunder porteføljepleje og risikostyring. Herudover er FAIF'en ansvarlig for administration, markedsføring og aktiviteter vedrørende AIF'ens aktiver.

Hvis AIF'ens ledelse ikke indgår en aftale om at blive forvaltet af en ekstern FAIF, anses den for at være selvforvaltende. I givet fald er AIF'en selv underlagt FAIF-lovens regler på samme vis, som en FAIF ville have været det.

Forskellen mellem reguleringen af eksternt<sup>23</sup> forvaltede AIF'er og selvforvaltende AIF'er er i de fleste henseender ikke væsentlig. Ved eksternt forvaltede AIF'er kræves det dog, at der indgås en investeringsforvaltningsaftale, som specificerer hvilke opgaver, som FAIF'en skal varetage.

---

<sup>21</sup> Finanstilsynet: Vejledning om ansøgning om tilladelse eller registrering til at drive forvaltningsvirksomhed i henhold til lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. (Vejledning nr. 9349 af 05/07/2013)

<sup>22</sup> En AIF kan eksempelvis investere i råvarer, infrastruktur eller noterede aktier.

<sup>23</sup> Ved eksternt forstås alene, at der er tale om en separat juridisk enhed.

Arbejdet med at udarbejde en investeringsforvaltningsaftale opvejes typisk af, at man får en "ren" AIF, som ikke har nogen forpligtelser ud over, hvad der følger af investeringerne, idet alle øvrige forpligtelser varetages af FAIF'en.

#### 5.4 Tilladelse hos Finanstilsynet

Ifølge Anbringelsesbekendtgørelsens § 13, stk. 1, kan anbringelse ske i andele i alternative investeringsfonde, når forvalteren af den pågældende alternative investeringsfond har tilladelse til at markedsføre den alternative investeringsfond over for detailinvestorer i Danmark.

Ansøgningsprocessen er to-delt, idet FAIF'en først skal opnå tilladelse som forvalter<sup>24</sup>, og herefter skal ansøge om tilladelse til at markedsføre AIF'en overfor detailinvestorer i Danmark<sup>25</sup>.

Det er en betingelse for at opnå tilladelse som forvalter, at FAIF'en opfylder kravene i FAIF-lovens § 11, stk. 3, herunder følgende:

- FAIF'en skal have en tilstrækkelig minimumskapital, hvilket for eksterne FAIF'er betyder en minimumskapital på EUR 125.000.
- Medlemmerne af FAIF'ens ledelse skal have et godt omdømme og fyldestgørende erfaring (fit & proper) til at udøve deres hverv eller varetage deres stilling, jf. FAIF-lovens § 13.
- Fastlæggelsen af forvalterens forretningsadfærd skal altid foretages af mindst to personer fra FAIF'ens ledelse.
- Ejerne af kvalificerede andele i FAIF'en skal være egnede i forhold til at sikre en fornuftig og forsvarlig drift af virksomheden.
- FAIF'en skal være en juridisk person, som er hjemmehørende i Danmark og omfattet af selskabsloven.
- Finanstilsynet hindres ikke i at varetage sine tilsynsopgaver, enten som følge af snævre forbindelse mellem FAIF'en og andre personer, eller som følge af love og administrative bestemmelser i et tredjeland.

En fordel ved, at AIF'en skal have tilladelse, er, at Finanstilsynet herved sikrer, at ovenstående krav er opfyldt, og at der således er de fornødne kompetencer til stede for at drive AIF'en på en fornuftig måde.

---

<sup>24</sup> Ansøgningskemaet udfyldes digitalt via selvbetjeningsløsningen på virk.dk: [https://virk.dk/myndigheder/stat/FT/selvbetjening/Ansoegning\\_om\\_tilladelse\\_som\\_forvalter\\_af\\_alternative\\_investeringsfonde/](https://virk.dk/myndigheder/stat/FT/selvbetjening/Ansoegning_om_tilladelse_som_forvalter_af_alternative_investeringsfonde/)

<sup>25</sup> Ansøgningskemaet udfyldes digitalt via selvbetjeningsløsningen på virk.dk: [https://virk.dk/myndigheder/stat/FT/selvbetjening/Ansoeg\\_om\\_tilladelse\\_til\\_at\\_markedsfoere\\_andele\\_af\\_alternative\\_investeringsfonde\\_til\\_detailinvestorer\\_i\\_Danmark\\_som\\_forvalter/](https://virk.dk/myndigheder/stat/FT/selvbetjening/Ansoeg_om_tilladelse_til_at_markedsfoere_andele_af_alternative_investeringsfonde_til_detailinvestorer_i_Danmark_som_forvalter/)

## 5.5 Markedsføring

FAIF'er (eller selvforvaltende AIF'er) med tilladelse må som udgangspunkt markedsføre andele i AIF'en over for:

- (a) professionelle investorer;
- (b) ledere, direktører eller andre ansatte hos en forvalter af konkrete alternative investeringsfonde, som den pågældende er involveret i forvaltningen af; og
- (c) andre investorer, som:
  - (v) forpligter sig til at investere mindst EUR 100.000; og
  - (vi) skriftligt i et andet dokument end den kontrakt, der skal indgås om investeringsforpligtelsen, erklærer, at de er bekendt med de risici, der er forbundet med den påtænkte forpligtelse eller investering.

Derudover skal FAIF'en som nævnt ansøge om tilladelse til markedsføring over for detailinvestorer i Danmark, jf. Anbringelsesbekendtgørelsens § 13.

Professionelle investorer er investorer som opfylder kravene i bilag 1 til Bekendtgørelse 2020-12-14 nr. 2092 om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel. I praksis er dette institutionelle investorer og "store virksomheder", dvs. virksomheder, som opfylder mindst to af følgende tre krav:

- (a) balancesum på mindst EUR 20.000.000;
- (b) nettoomsætning på mindst EUR 40.000.000; og/eller
- (c) egenkapital på mindst EUR 2.000.000.

Betingelsen i Anbringelsesbekendtgørelsens § 13, stk. 1, om, at anbringelse kan ske i andele i alternative investeringsfonde, når forvalteren af den pågældende alternative investeringsfond har tilladelse til at markedsføre den alternative investeringsfond over for detailinvestorer i Danmark, indebærer ikke, at AIF'en skal markedsføre sig overfor detailinvestorer i Danmark. Det er blot et krav, at FAIF'en har tilladelse til det.

## 5.6 Juridisk form

Organisatorisk ligner en AIF en almindelig investeringsforening, og den er normalt oprettet som en kapitalforening.

Ved at oprette AIF'en som en kapitalforening<sup>26</sup> opnår man bl.a. den fordel, at der inden for samme juridiske enhed kan etableres forskellige afdelinger med forskellige investeringsstrategi, investorsammensætning, porteføljeforvalter(e)

---

<sup>26</sup> Reglerne om stiftelse af en kapitalforening findes i FAIF-lovens kapital 23.



mv. Hver afdeling anses for at være en selvstændig økonomisk enhed, men kapitalforeningen har én bestyrelse, ét sæt vedtægter og én forvalter. Kapitalforeningen har derfor mulighed for at begrænse sine omkostninger.

Af hensyn til at reducere omkostningerne vil det være en fordel for Kommunen at investere i en AIF, der er etableret som en kapitalforening, evt. opdelt i forskellige afdelinger.

## 5.7 Risikoprofil

Der er som udgangspunkt ikke en grænse for, hvor store risici en AIF må tage, bortset fra hvad der følger af dokumentationen for AIF'en (vedtægter og prospekt). En AIF kan således investere i alle typer aktiver uden noget krav om risikospredning. Hele formuen kan i princippet placeres i ét aktiv eller i en bestemt aktivtype.

Udover finansiering med egenkapital (indskud fra investorerne) kan en AIF investere lånte penge (geare investeringen). Hvis der anvendes fremmedkapital, skal AIF'en dog iagttage reglerne om gearing i FAIF-loven og FAIF-forordningen<sup>27</sup>, og sådanne AIF'er vil være risikomærket rød<sup>28</sup>. Det indebærer, at FAIF'en (eller den selvforvaltende AIF) skal opfylde visse oplysningskrav til både investorer og – i visse tilfælde – Finanstilsynet. Der er intet decideret loft over den gearing, som kan anvendes, men en gearing på mere end 3<sup>29</sup> betragtes som at anvende gearing i "*væsentlig udstrækning*", jf. FAIF-forordningens art. 111, hvilket medfører ekstra pligter.

Det er vores anbefaling, at Kommunen vælger en AIF, som ikke benytter sig af muligheden for at geare sine investeringer. Det skyldes, at gearing indebærer en betydelig risiko for, at Kommunen kan tabe hele det investerede beløb, hvilket ikke er foreneligt med principperne i Kommunestyrelseslovens § 44.

Kommunen bør således vælge en AIF, der er risikomærket grøn, hvilket indikerer, at risikoen for at tabe det investerede beløb betragtes som meget lille, og at produkttypen ikke er vanskelig at gennemskue.<sup>30</sup>

I praksis kan det være en fordel at søge efter en egnet FAIF, fremfor at søge efter en konkret AIF. Når FAIF'en er fundet, kan det drøftes med FAIF'en, om denne har en egnet AIF, som Kommunen kan investere i, eller om der eventuelt kan oprettes en ny afdeling i en eksisterende AIF, som FAIF'en forvalter.

---

<sup>27</sup> KOMMISSIONENS DELEGEREDE FORORDNING (EU) Nr. 231/2013 af 19. december 2012 om udbygning af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU for så vidt angår undtagelser, generelle vilkår for drift, depositarer, gearing, gennemsigtighed og tilsyn ("**FAIF-forordningen**").

<sup>28</sup> En AIF vil være have rød risikomærkning, hvis der er risiko for at tabe mere end det investerede beløb, jf. Bekendtgørelse af 1. juni 2016 om risikomærkning af investeringsprodukter.

<sup>29</sup> Hvis AIF'ens eksponeringer udregnet efter forpligtelsesmetoden overstiger dens nettoaktivværdi tre gange.

<sup>30</sup> Se Bekendtgørelse af 1. juni 2016 om risikomærkning af investeringsprodukter.

## 5.8 **Prospektpligt**

Ved udbud af værdipapirer til offentligheden er der pligt til at forberede og offentliggøre et prospekt, jf. Prospektforordningens<sup>31</sup> art. 3, stk. 1.

Hvis AIF'en er en kapitalforening, vil der være prospektpligt ved udbuddet af andele, medmindre én af følgende betingelser er opfyldt:

- (a) Værdien af det samlede udbud er under EUR 8 mio. over en 12 måneders periode, jf. kapitalmarkedslovens § 10, stk. 1;
- (b) Udbuddet er rettet til færre end 150 fysiske eller juridiske personer, jf. Prospektforordningens art. 1, stk. 4, litra b; eller
- (c) Udbuddet af værdipapirer relaterer sig til værdipapirer, hvis pålydende pr. enhed beløber sig til mindst EUR 100.000 eller, det er rettet til investorer, som erhverver værdipapirer for i alt mindst EUR 100.000, jf. Prospektforordningens art. 1, stk. 4, litra c - d.

Det skal dog nævnes, at man ved udbuddet af andele i en AIF, der ikke er omfattet af prospektpligten, ofte alligevel vil udarbejde et prospektlignende dokument i en kortere version, hvor der ikke er nogen formkrav (et *offering memorandum*), som giver potentielle investorer indsigt i forholdene omkring AIF'en. Der er dog ikke noget krav herom eller til indholdet heraf, såfremt det besluttes at udarbejde et sådant.

Uanset om der er pligt til at offentliggøre et prospekt, er der en pligt til at offentliggøre et dokument med central investorinformation (et "**PRIPP**"), hvis andele i AIF'en udbydes til detailinvestorer, jf. PRIPP-forordningens<sup>32</sup> art. 5, stk. 1.

## 5.9 **Fonddokumentation**

Hvis AIF'en forvaltes af en ekstern FAIF, kræves følgende dokumentation:

- (a) Selskabsdokumentation for AIF'en (vedtægter og evt. side letters med enkelte investorer).
- (b) Aftaler vedrørende håndtering af de medarbejdere og de systemer, der kræves for at opfylde kravene i henhold til FAIF-loven.
- (c) En ejerftale, der blandt andet regulerer muligheden for, at investorer kan træde ind og ud af AIF'en.

---

<sup>31</sup> Europa-Parlamentets og Rådets forordning af 2017-06-14 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked, og om ophævelse af direktiv 2003/71/EF (2017/1129) ("**Prospektforordningen**").

<sup>32</sup> Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1286/2014 af 26. november 2014 om dokumenter med central information om sammensatte og forsikringsbaserede investeringsprodukter til detailinvestorer (PRIIP'er).

- (d) En investeringspolitik.
- (e) En depositaraftale.
- (f) En forvaltningsaftale mellem AIF'en og FAIF'en.

Herudover vil der ofte være en forretningsplan for investeringerne gennem AIF'en.

Derudover kan der som nævnt ovenfor under punkt 5.8 være behov for at udarbejde et offering memorandum eller et PRIPP.

#### 5.10 **Konklusion – Investering via en AIF**

Vi kender ikke til konkrete AIF'er, der forvaltes af en FAIF med tilladelse fra Finanstilsynet til at markedsføre AIF'en overfor detailinvestorer i Danmark, og som foretager investeringer svarende til de Påtænkte Investeringer.

Hvis Kommunen ønsker at foretage de Påtænkte Investeringer via en AIF, vil vi anbefale Kommunen at finde en FAIF, der allerede har tilladelse fra Finanstilsynet til at markedsføre en AIF overfor detailinvestorer i Danmark, med henblik på at drøfte investeringsmulighederne. Hvis FAIF'en ikke allerede forvalter en egnet AIF, som Kommunen kan investere i (en afdeling af), kan der eventuelt oprettes en ny afdeling i en eksisterende AIF eller en helt ny AIF til formålet.

Det er i den forbindelse væsentligt at være opmærksom på, at Kommunen skal overholde de overordnede krav i kommunestyrelseslovens § 44 om, at der skal være tale om almindelig/sædvanlig formueanbringelse. Den pågældende (afdeling af en) AIF skal således have en vis risikospredning i sin portefølje. Herudover bør det tilføjes i prospektet eller anden stiftelsesdokumentation for AIF'en, at den pågældende afdeling investerer i værdipapirer i overensstemmelse med kommunestyrelseslovens § 44, herunder i unoterede værdipapirer.

### 6. **HVORDAN KAN KOMMUNEN INVESTERE MIDLERNE TIL GRØNNE OG SOCIALE FORMÅL?**

Kommunestyrelseslovens § 44 giver kommuner ret til at foretage såkaldt "*almindelig formueanbringelse*". Bestemmelsen har til formål at sikre en betryggende forvaltning af kommunernes midler. Den er således båret af hensynet til, at kommuner ikke må anvende midler til spekulation med risiko for formuetab.

Hvad der er "*almindelig formueanbringelse*", må – formentlig i høj grad – afhænge af den investeringshorisont, der er for de midler, der placeres. Med andre ord: Skal pengene bruges på kort, mellemlangt eller alene på lang/meget langt sigt? Desto længere sigt, desto relativt højere risiko vil kunne tåles, idet risikoen så aftrappes mod enden af investeringsperioden.

Da der er tale om væsentlige midler, vil det også være en god idé at kunne vise, at en og helst flere uvildige rådgivere er blevet konsulteret om porteføljesammensætningen og dermed også risikoen. Det bemærkes i den forbindelse også, at området for sikre, henholdsvis risikable, investeringer ikke er en statisk størrelse.<sup>33</sup>

Kommunen kan investere sine midler i "*obligationer og investeringsbeviser*" i overensstemmelse med Kommunestyrelseslovens § 44 og under iagttagelse af visse af de krav, der gælder efter Anbringelsesbekendtgørelsen. Maksimumgrænserne for de enkelte aktivtyper fra Anbringelsesbekendtgørelsen gælder dog ikke for Kommunen, da der efter § 44 (ordlyd og praksis) kun tillades anbringelse af midler i et udsnit af de investeringstyper, som fonde kan investere i efter Anbringelsesbekendtgørelsen.

Det er klart risikoreducerende at sprede sine investeringer. Det forklarer muligvis også den lidt pudsige administrative praksis vedrørende § 44, der udelukker investering i erhvervsobligationer (dvs. obligationer udstedt af virksomheder i modsætning til obligationer udstedt af realkreditinstitutter og stater) på den ene side, mens der omvendt efter ordlyden i Kommunestyrelseslovens § 44 er mulighed for at investere i investeringsbeviser udstedt af udbyttebetalende investeringsforeninger (UCITS), der investerer i erhvervsobligationer.

Det er på baggrund af ovenstående og de usikkerheder, der kan være forbundet med placering af midler i værdipapirer, vores vurdering, at der gælder et generelt forsigtighedsprincip, som man som ikke-finansiell organisation bedst sikrer sig overholdelse af ved at antage relevante rådgivere.

Opsummerende kan Kommunen med ovennævnte generelle forholdsregler i baghovedet foretage de Påtænkte Investeringer som følger:

#### 6.1 **Kommunens eksisterende investeringsforening (UCITS)**

De retlige rammer giver mulighed for, at Kommunen kan foretage de Påtænkte Investeringer via Kommunens Investeringsforening under følgende forudsætninger:

(a) **Opdatering af prospekt**

Prospektet for Kommunens Investeringsforening skal opdateres, så unoterede aktier bliver et tilladt investeringsaktiv for maksimalt 10 % af formuen. Der skal i den forbindelse også ske opdatering af risikoprofilen, så der tages højde for sådanne investeringer, ligesom der bør fastsættes retningslinjer for, hvordan Kommunens Investeringsforening vil forvalte et eventuelt aktivt ejerskab af unoterede selskaber.

---

<sup>33</sup> Historisk viser bare den seneste 20-års periode således interessant læring vedrørende fx statsobligationer, der alligevel godt kunne fejle, og om renter, der alligevel godt kunne komme længere ned.

- (b) **Begrænset tabsrisiko**  
Selskabskapitalen i det unoterede selskab, som Kommunens Investeringsforening investerer i, skal være fuldt indbetalt, så tabsrisikoen for Kommunens Investeringsforening begrænses til det investerede beløb.
- (c) **Omsættelighed**  
De unoterede værdipapirer skal være frit omsættelige, hvilket vil sige, at der ikke må være omsættelighedsbegrænsninger i vedtægterne og/eller i en eventuel ejerftale for det unoterede selskab, der investeres i.
- (d) **Pålidelige oplysninger**  
Der skal mindst én gang hvert kvartal foretages en værdiansættelse af det unoterede værdipapirer efter en anerkendt værdiansættelsesmetode (fx indre værdi). Herudover skal det sikres, at selskabet leverer regelmæssige og præcise oplysninger til Kommunens Investeringsforening.

Det er vores vurdering, at omkostningerne forbundet med opdatering af prospektet for Kommunens Investeringsfond vil være relativt beskedne. Dette må dog drøftes mere konkret med bestyrelsen i Kommunens Investeringsforening.

Udover bestyrelsen bør også porteføljeforvalterne inddrages i drøftelsen om at foretage de Påtænkte Investeringer med henblik på at afklare, om de kan varetage forvaltningen af unoterede værdipapirer.

## 6.2 **Alternative investeringsfonde (AIF)**

Kommunen kan også foretage de Påtænkte Investeringer via en AIF. Det er dog en betingelse, at FAIF'en har tilladelse til at markedsføre AIF'en over for detailinvestorer i Danmark, og at de aktiver, som AIF'en (eller den relevante afdeling heraf) investerer i, overholder betingelserne i Kommunestyrelseslovens § 44.

Det vores anbefaling, at Kommunen ved udvælgelse af en konkret AIF er særlig opmærksom på følgende forhold:

- (a) **Forvalter med tilladelse til markedsføring**  
Det er som nævnt en betingelse, at den pågældende AIF forvaltes af en FAIF med tilladelse fra Finanstilsynet til at markedsføre AIF'en over for detailinvestorer i Danmark. Om en given FAIF har en sådan tilladelse, kan undersøges ved opslag på Finanstilsynets hjemmeside.
- (b) **Juridisk form**  
Det er vores anbefaling, at Kommunen fokuserer på fonde, der er etableret som kapitalforeninger, idet sådanne AIF'er giver mulighed for at investere i forskellige afdelinger med forskellige investeringsprofiler. Strukturen med én forvalter af flere afdelinger gør det i højere grad muligt for en kapitalforening at begrænse de samlede omkostninger, ligesom der ofte vil være mulighed for at tilpasse den enkelte afdelings investeringsprofil til den enkelte investors ønsker.

(c) **Investerings- og risikoprofil**

Investeringsprofilen for AIF'en skal overholde bestemmelserne i Kommunestyrelseslovens § 44, ligesom den skal give mulighed for at foretage de Påtænkte Investeringer. AIF'en skal herudover hovedsageligt investere i værdipapirer, ligesom det er væsentligt, at den har stor risikospredning i sin portefølje.

Kommunen bør også være særligt opmærksom på AIF'ens risikoprofil, herunder hvordan AIF'en er finansieret. Hvis AIF'en er gearet, påtager den sig en væsentlig risiko, hvilket efter vores vurdering er i strid med de kommunale rammer for at investere i AIF'en, jf. punkt 5.7.

(d) **Ind- og udtræden**

Vedtægterne og/eller prospektet for AIF'en indeholder bestemmelser om indløsning, herunder frekvensen herfor, som ofte vil være månedlig eller årlig. Hvis indløsning alene er muligt årligt, kan Kommunen ikke nødvendigvis realisere sin investering på det ønskede tidspunkt.

Hvis AIF'en (faktisk) markedsføres overfor detailinvestorer og hovedsageligt investerer i finansielle aktiver, skal der være mulighed for indløsning en gang om måneden.

Vi anbefaler, at Kommunen vælger en såkaldt "åben" AIF, hvilket indebærer, at investorer løbende kan investere i AIF'en, og at transaktioner kan finde sted med udgangspunkt i AIF'ens indre værdi.

(e) **Omkostninger**

Kommunen bør sætte sig ind i omkostningsstrukturen for den relevante AIF. Foruden de løbende administrationsomkostninger, som ligger i AIF'en, vil der være handelsomkostninger, omkostninger for Kommunen i forbindelse med ind- og udtræden af AIF'en, ligesom forvaltningsaftalen med FAIF'en kan indeholde bestemmelser om performance fees, som kommer til udbetaling, hvis AIF'en opnår nogle forud fastsatte mål.

Det er vores vurdering, at omkostningerne forbundet med udarbejdelse, forhandling og indgåelse af en forvaltningsaftale med en eksisterende FAIF vil være relativt overskuelige, hvis en relevant FAIF kan identificeres.

Hellerup, den 19. maj 2022  
Horten