

Det momsretlige investeringsforeningsbegreb

The concept of special investment funds in a VAT context

af EMMA MØNGAARD SMITH

Forvaltning af investeringsforeninger er fritaget for moms. Anvendelse af denne momsfritagelse forudsætter således, at der er tale om "investeringsforeninger" i momsfritagelsens forstand. Investeringsforeningsbegrebet er dog ikke nærmere defineret, hvilket giver anledning til en mangfoldighed af problemstillinger i relation til definitionen heraf og som gør momsfritagelsen vanskelig at anvende i praksis.

Dette speciale undersøger udvalgte problemstillinger med henblik på at forsøge at definere de mest essentielle kendetegn ved investeringsforeningsbegrebet. Nærmere bestemt undersøges det i specialet, om to investorer udgør "flere" i relation til investeringsforeningsbegrebet, om investeringsforeningsbegrebet er kendetegnet ved henvendelse til ikke-professionelle investorer og om investering i ét aktiv kan anses for at udgøre risikospredning i investeringsforeningsbegrebets forstand.

Sammenfattende må det konkluderes, at de undersøgte kendetegn ved investeringsforeningsbegrebet ikke kan defineres med sikkerhed. Imidlertid når specialets undersøgelser frem til, at investorer udgør "flere", at investeringsforeningsbegrebet ikke er kendetegnet ved henvendelse til ikke-professionelle investorer og at investering i ét aktiv ikke udgør risikospredning i investeringsforeningsbegrebets forstand.

Udfordringen med at drage disse konklusioner med sikkerhed synes især at være forårsaget af vanskeligheden forbundet med at udlede indholdet og rækkevidden af EU-Domstolens afgørelser samt uklarheden forbundet med såvel fritagelsens formål som UCITS-direktivets betydning for definitionen af investeringsforeningsbegrebet.

Abstract

The common system of VAT is characterised by a general obligation to charge VAT on all supplies of goods and services. In general, the VAT applied to costs incurred to carry out these transactions is deductible. Thus, the common system of VAT is based on a principle of fiscal neutrality. However, some breaches of neutrality are inherent hereto, such as the VAT exemptions that exempt some transactions from VAT for various reasons. The VAT on costs incurred to carry out exempt transactions is generally not deductible.

It follows that management services purchased by investment funds as a starting point would be subject to VAT. As investment funds generally perform financial transactions that are exempt from VAT, this VAT would not be deductible. Consequently, this VAT would constitute a cost. Direct investors are not burdened by such a VAT cost, as they usually do not incur management costs.

To counter this disparity caused by the other financial VAT exemptions, article 135(1)(g) of Council Directive 2006/112/EC (the VAT Directive) exempts management of special investment funds from VAT. However, the provision does not provide a more specific definition of

the term “special investment funds”. Therefore, it is rather unclear under which circumstances an investment fund constitutes a special investment fund, to which supplies of covered management services would be exempt from VAT.

Thus, defining the term “special investment funds” presents a myriad of issues. This thesis sets out to define some of the most fundamental elements, namely whether investment of capital from two investors constitutes collective investment, whether special investment funds are characterised by appealing to non-professional investors and whether investment in a single asset can constitute risk-spreading within the meaning of the term “special investment funds”.

Before diving into these analyses, the thesis provides an overview of the common system of VAT, including principles inherent hereto, and an introduction to investment funds in general and the main directives regulating them.

Next, the factors of the interpretational framework are established. It is found that these factors are not straightforward to apply. Particularly, the objective of the exemption and the UCITS Directive give rise to issues that make them difficult to handle as components of an interpretational context.

Based on this interpretational framework, the thesis examines the selected issues, attempting to construe the term “special investment funds” as the European Court of Justice could be anticipated to construe it.

In conclusion, the examined elements of the term “special investment funds” cannot be defined with certainty. Yet this thesis argues that investment of capital raised from two investors constitute collective investment, that special investment funds are not characterised by appealing to non-professional investors and that investment in a single asset does not constitute risk-spreading within the meaning of the term “special investment funds”.

This inability to draw certain conclusions seems particularly to be caused by the difficulty of discerning the substance and extent of the relevant case law from the European Court of Justice as well as the ambiguity of both the objective of the exemption and the significance of the UCITS Directive in relation to the term “special investment funds”.

Indholdsfortegnelse

Abstract	1
1 Indledning	3
1.1 Problemformulering og afgrænsning	4
1.2 Anvendte begreber	5
1.3 Metodeovervejelser	6
1.4 Anvendte retskilder	6
1.4.1 EU-retlige retskilder	7
1.4.2 Nationale retskilder	9
2 Det fælles momssystem	10
2.1 Momssystemet generelt	10
2.2 Momsfritagelsesbestemmelserne	11
3 Investeringsenheder generelt	12

3.1	EU-retlig regulering af investeringsenheder.....	13
4	Rammerne for fortolkning af investeringsforeningsbegrebet.....	15
4.1	Medlemsstaternes skønsbeføjelse.....	15
4.2	Fritagelsens udtryk.....	16
4.3	Formålet med fritagelsen.....	16
4.4	Princippet om afgiftsneutralitet.....	18
4.5	UCITS-direktivet.....	18
4.6	EU-Domstolens praksis.....	20
5	Udvalgte problemstillinger.....	20
5.1	Flere investorer.....	21
5.1.1	Kapital hidrørende fra to investorer.....	21
5.1.2	Henvendelse til offentligheden.....	23
5.2	Investorenes karakter.....	25
5.2.1	Henvendelse til ikke-professionelle investorer.....	26
5.3	Princippet om risikospredning.....	30
5.3.1	Andre aktivklasser end værdipapirer og finansielle instrumenter.....	31
5.3.2	Risikospredningsbegrebet.....	31
5.3.3	Et enkelt investeringsaktiv.....	33
6	Konklusion.....	36
	Forkortelser.....	38
	Litteraturliste.....	38
	Bilag: Udkast til styresignal om investeringsinstitutter og betingelsen om risikospredning ved investering i fast ejendom af 9. juni 2021.....	42

1 Indledning

Momssystemet er kendetegnet ved en generel momspligt på leverancer af varer og ydelser. Som udgangspunkt er momsen pålagt omkostninger afholdt i forbindelse med gennemførelse af momspligtige transaktioner fradragsberettiget.¹ Denne momspligt modsvarer af momsfradragsret tilkendegiver, at momssystemet er baseret på et princip om afgiftsneutralitet.² Momssystemet tilsigter således så vidt muligt ikke at påvirke forbrugsvalget eller omsætningen. Momssystemet er dog ikke fuldt ud neutralt, men indebærer afvigelser fra princippet om afgiftsneutralitet, herunder momsfrigørelserne, der af forskellige årsager fritager nogle transaktioner for moms.³ Momsen pålagt omkostninger afholdt i forbindelse med gennemførelse af momsfrigitagne transaktioner er som udgangspunkt ikke fradragsberettiget.

Som et alternativ til investering, som en investor selv foretager direkte, kan investering foretages gennem investeringsenheder. Investeringsenheder kan karakteriseres som finansielle medlemmer, der puljer flere investorers midler og investerer dem i investeringsaktiver. Investeringsenheders særlige organisationsstruktur indebærer, at disse indkøber forvaltningsydelser såsom porteføljeforvaltning og administration.⁴ Som følge af den generelle momspligt, vil disse forvaltningsydelser som udgangspunkt være pålagt moms. Da investeringsenheders aktiviteter ofte består af momsfrigitagne finansielle transaktioner, vil denne moms dog som udgangspunkt

¹ Se afsnit 2.1

² Se afsnit 2.1

³ Se afsnit 2.2

⁴ Se afsnit 3

ikke kunne fradrages. Dermed kan momsplichtige forvaltningsydelser udgøre betydelige afgiftsbetingede omkostninger for investeringsenhederne.⁵ Derimod indkøber direkte investorer som regel ikke forvaltningsydelser og vil derfor ikke være pålagt en sådan momsomkostning.

De øvrige finansielle momsfritagelser medfører altså, at investorer, der investerer gennem investeringsenheder, indirekte pålægges en momsbyrde, som direkte investorer ikke gør. For at imødegå dette neutralitetsbrud er forvaltning af investeringsforeninger fritaget for moms. En given transaktion må således opfylde to betingelser for at kunne omfattes af fritagelsen: i) den leverede ydelse kan karakteriseres som ”forvaltning”, ii) forvaltningsydelsen leveres til en investeringsenhed, som kan karakteriseres som en ”investeringsforening”. Indholdet af begreberne ”forvaltning” og ”investeringsforening” er dog ikke nærmere defineret.

På trods af at udtrykkene anvendt i momsfritagelserne udgør selvstændige EU-retlige begreber, som bør underlægges en fælles definition, er medlemsstaterne i relation til begrebet ”investeringsforeninger” overladt en skønsbeføjelse.⁶ Som det vil fremgå er denne skønsbeføjelse dog begrænset af flere fortolkningsfaktorer. Desuden har EU-Domstolen ved flere lejligheder udtalt sig om hvilke karakteristika, der kendetegner investeringsforeningsbegrebet.

Således giver investeringsforeningsbegrebet anledning til fortolkningsmæssig tvivl og vanskeligheder ved anvendelse af momsfritagelsen for forvaltning af investeringsforeninger.⁷

1.1 Problemformulering og afgrænsning

EU-Domstolens praksis om investeringsforeningsbegrebet giver anledning til mange interessante problemstillinger. Omfattede investeringsforeninger synes eksempelvis at være kendetegnet ved følgende: at være undergivet et særligt statsligt tilsyn,⁸ at der udøves kollektiv investering,⁹ at investorerne bærer risikoen for investeringerne¹⁰ og at denne risiko er spredt.¹¹ Derimod lader det til, at investeringsenhedens juridiske form er uden betydning.¹²

Dertil kommer problemstillinger i relation til særlige typer af investeringsenheder, eksempelvis hvorvidt AIF’er generelt set kan anses for at udgøre investeringsforeninger i momsfritagelsens

⁵ Eksempelvis medførte afgørelsen i C-464/12 ATP PensionService et retsforlig for Østre Landsret, hvorefter SKAT skulle tilbagebetale et trecifret millionbeløb, se hertil: https://www.plesner.com/insights/artikler/2015/04/forlig%20indg%C3%A5et%20i%20atp-sagen%20om%20moms?sc_lang=da-DK

⁶ Se afsnit 4.1

⁷ Se van Kasteren, Edwin: The VAT Exemption for the Management of Special Investment Funds - A Never Ending Journey? i Finance and Capital Markets (2016), som skriver: ”getting the VAT treatment of investment funds right remains a complex matter with plenty of room for error.”

⁸ Se C-595/13 Fiscale Eenheid

⁹ Se afsnit 5.1

¹⁰ Se C-464/12 ATP PensionService

¹¹ Se afsnit 5.3

¹² Se C-363/05 JP Morgan

forstand¹³ eller særligt angående pensionsfonde.¹⁴ Endvidere er det ikke entydigt, hvorvidt investeringsforeningsbegrebets kendetegn har kumulativ karakter, således at en investeringsenhed må fremvise dem alle for at kunne omfattes af investeringsforeningsbegrebet.¹⁵

Af hensyn til specialets omfang undersøges dog alene udvalgte problemstillinger i relation til definitionen af investeringsforeningsbegrebet. De undersøgte problemstillinger er udvalgt med henblik på at forsøge at definere de mest essentielle kendetegn ved investeringsforeningsbegrebet.

Det fremgår af EU-Domstolens praksis, at det afgørende kendetegn ved investeringsforeningsbegrebet er, at flere investorers kapital sammenlægges, hvilket gør det muligt at sprede disse investorers risiko på en række værdipapirer.¹⁶ Specialet undersøger derfor, hvornår der er tale om ”flere” investorer, om karakteren af disse investorer har betydning og hvornår deres risiko kan anses for spredt.

Disse problemstillinger indbefatter dog i sig selv en flerhed af problemstillinger og specialets omfang tillader ikke undersøgelse af dem alle. Derfor er de specifikke problemstillinger, der undersøges, udvalgt med henblik på at undersøge de mest fundamentale elementer af investeringsforeningsbegrebet.

Det skal således undersøges, om to investorer udgør ”flere” i relation til investeringsforeningsbegrebet, om investeringsforeningsbegrebet er kendetegnet ved henvendelse til ikke-professionelle investorer og om investering i ét aktiv kan anses for at udgøre risikospredning i investeringsforeningsbegrebets forstand.

1.2 Anvendte begreber

I dette speciale betegnes det momsretlige investeringsforeningsbegreb blot ”investeringsforeningsbegrebet”.

Udtrykket ”investeringsenheder” anvendes generelt i specialet.¹⁷ Dette udtryk er valgt, fordi det er neutralt og ikke bærer nogen associationer til hverken lovgivning eller betingelser. Således anvendes udtrykket ”investeringsforeninger” alene om investeringsenheder, der er omfattet af investeringsforeningsbegrebet. Investeringsenheder, der er omfattet af UCITS-direktivet, betegnes ”UCITS-foreninger”.

¹³ Se hertil Momsudvalgets Working Paper No. 936, s. 27-30, hvor Momsudvalget konkluderer, at AIF'er ikke generelt set kan anses for at udgøre investeringsforeninger. Se modsat Weber, Dennis: Some Thoughts on 'the Management' of 'Special Investment Funds' Following the Entering into Force of the AIFM Directive i EC Tax Review (2018)

¹⁴ Se hertil Momsudvalgets Working Paper No. 936, s. 30-32; van Kasteren, Edwin: A Fund Is a Fund or Isn't It? i Finance and Capital Markets (2019), afsnit 4.2.3 og 5

¹⁵ Henset til at EU-Domstolen i C-595/13 Fiscale Eenheid, præmis 51, udtaler, at såfremt de omhandlede investeringsenheder ansås for at have været undergivet et særligt statsligt tilsyn ”må det yderligere undersøges, om disse selskaber fremviser de øvrige kendetegn, der kræves for at kunne betragtes som en investeringsforening (...)”, synes dette dog mest nærliggende

¹⁶ Se C-464/12 ATP PensionService, præmis 51

¹⁷ Bortset fra citater samt titler på lovgivning, styresignaler, litteratur etc.

1.3 Metodeovervejelser

Til specialets undersøgelser anvendes retsdogmatisk metode til at beskrive, undersøge og systematisere gældende ret på grundlag af analyser af de relevante retskilder.¹⁸ Det må således fastlægges, hvad der i dette speciale anses for at udgøre ”gældende ret”.¹⁹

Fritagelsen for forvaltning af investeringsforeninger hjemles i momssystemdirektivets²⁰ art. 135, stk. 1, litra g, implementeret i dansk ret ved momslovens²¹ § 13, stk. 1, nr. 11, litra f. Gældende ret angående investeringsforeningsbegrebet har således uvægerligt EU-retlig karakter.

EU-samarbejdet har en særlig retlig karakter, hvorved EU-retten ikke som sådan udgør national ret, men alligevel udgør en integreret del af det nationale retssystem.²² Denne særlige retlige karakter kan eksemplificeres ved karakteristika som EU-rettens forrang²³, princippet om direktivkonform fortolkning²⁴ og EU-Domstolens rolle som den øverste autoritative fortolker af EU-retten udledt af kompetencen til at træffe præjudicielle afgørelser efter EUF-traktatens art. 267.²⁵

Netop EU-Domstolens rolle som øverste autoritative fortolker af EU-retten er afgørende for specialets udsagn om gældende ret. For at være relevante må disse nemlig søge at være i overensstemmelse med den fortolkning, som EU-Domstolen kunne forventes at ville nå frem til, hvis den blev præsenteret for de problemstillinger, som dette speciale undersøger.

Specialets formål er således at give en fremstilling af gældende ret for så vidt angår udvalgte problemstillinger i relation til definitionen af investeringsforeningsbegrebet, sådan som EU-Domstolen kunne forventes at ville fortolke det.

Specialet fremsætter derimod ikke retspolitiske udsagn om hvordan definitionen eller afgørelser vedrørende investeringsforeningsbegrebet burde være.²⁶ Specialet anvender heller ikke traditionel komparativ metode, idet det EU-retlige retssystem ikke anses for adskilt fra det danske retssystem.²⁷

1.4 Anvendte retskilder

Specialets fremstilling af investeringsforeningsbegrebet tager sit udgangspunkt i momsfristagelsens hjemmel i momssystemdirektivet. Da denne bestemmelse ikke indeholder nogen nær-

¹⁸ Se hertil Munk-Hansen, Carsten: Retsvidenskabsteori (2018), s. 64 og 204; Tvarnø, Christina: Retskilder og retsteorier (2021), s. 34f og 55; Blume, Peter: Juridisk metodelære (2009), s. 59f og 161; Evald, Jens: Juridisk teori, metode og videnskab (2020), s. 15f og 207ff

¹⁹ I den retsvidenskabelige litteratur er der på sin vis enighed om, at der ikke er enighed om en generel definition af begrebet ”gældende ret”. Se hertil Wegener, Morten: Juridisk metode (2000), s. 51f; Evald, Jens: Juridisk teori, metode og videnskab (2020), s. 207; Tvarnø, Christina: Retskilder og retsteorier (2021), s. 31f

²⁰ Rådets direktiv 2006/112/EF af 28. november 2006 om det fælles merværdiafgiftssystem

²¹ Lovbekendtgørelse nr. 1021 af 26. september 2019 om merværdiafgift

²² Se hertil Engsig Sørensen, Karsten: EU-retten (2019), s. 101f og Wegener, Morten: Juridisk metode (2000), s. 226ff

²³ Se hertil Engsig Sørensen, Karsten: EU-retten (2019), s. 185ff

²⁴ Se hertil Engsig Sørensen, Karsten: EU-retten (2019), s. 161ff

²⁵ Se hertil Engsig Sørensen, Karsten: EU-retten (2019), s. 238ff

²⁶ Se om retspolitik Wegener, Morten: Juridisk metode (2000), s. 51; Blume, Peter: Juridisk metodelære (2009), s. 263f og Tvarnø, Christina: Retskilder og retsteorier (2021), s. 57f og 539ff

²⁷ Se hertil Wegener, Morten: Juridisk metode (2000), s. 226; Ramsdahl Jensen, Dennis: Merværdiafgiftsplikten (2004), s. 14f

mere definition af investeringsforeningsbegrebet, men til dels overlader de enkelte medlemsstater et skøn, vil specialets undersøgelser herefter i høj grad blive foretaget på grundlag af præjudicielle afgørelser fra EU-Domstolen.

Nedenfor følger en diskussion af de anvendte retskilders relevans og retskildeværdi.

1.4.1 EU-retlige retskilder

EU-retlige retskilder såsom direktiver og domme afsagt af EU-Domstolen udarbejdes i flere sproglige versioner, som alle er gyldige. Fortolkning af EU-retten skal således i princippet baseres på en sammenligning af ordlyden af samtlige sproglige versioner.²⁸ Af hensyn til specialets omfang baseres de foretagne undersøgelser dog primært på de danske versioner af de EU-retlige retskilder.²⁹

Direktiver

Direktiver er EU-retlig regulering, som er bindende med hensyn til deres tilsigtede mål, som skal implementeres i de enkelte medlemsstater og som derfor særligt anvendes i tilfælde, hvor der ønskes harmonisering af lovgivningen i medlemsstaterne.³⁰ Direktiver udgør således en væsentlig og relevant kilde ved fortolkning af EU-retten, ligeledes henset til princippet om direktivkonform fortolkning.

Momsfritagelsen for forvaltning af investeringsforeninger udledes af momssystemdirektivet, som således danner grundlag for specialets fremstilling af investeringsforeningsbegrebet.

Momssystemdirektivet udgør en omarbejdning og sammenskrivning af sjette direktiv³¹ og en række andre retsakter, uden at der dog er tilsigtet nogen materiel ændring af gældende lovgivning.³²

Idet der ved fortolkning af EU-retlige bestemmelser skal tages hensyn til anden EU-retlig regulering, vil andre direktiver såsom UCITS-direktivet³³ og FAIF-direktivet³⁴ blive inddraget i det omfang, de som følge af EU-Domstolens praksis fremstår som relevante fortolkningsbidrag ved undersøgelsen af de udvalgte problemstillinger.³⁵

EU-Domstolens præjudicielle afgørelser

Som beskrevet har EU-Domstolen kompetence til at træffe præjudicielle afgørelser, jf. EUF-traktatens art. 267. Hovedformålet med præjudicielle afgørelser er at sikre EU-rettens ensartede anvendelse i de enkelte medlemsstater.³⁶ Afgørelserne træffes på grundlag af nationale retters

²⁸ Se hertil Strandet Jepsen, Anders: Moms og aktiviteter i forbindelse med værdipapirer, s. 87ff og Tvarnø, Christina: Retskilder og retsteorier (2021), s. 247f

²⁹ For sproglige nuancer eller ved mangel på danske versioner henses der ligeledes til engelske versioner

³⁰ Se hertil Engsig Sørensen, Karsten: EU-retten (2019), s. 105 og s. 105ff for nærmere om direktiver. Se også Tvarnø, Christina: Retskilder og retsteorier (2021), s. 146f og Wegener, Morten: Juridisk metode (2000), s. 208f

³¹ Rådets direktiv 77/388/EØF af 17. maj 1977 om harmonisering af medlemsstaternes lovgivning om omsætningsafgifter

³² Se hertil betragtning (1) til (3) til momssystemdirektivet samt sammenligningstabellen i bilag XII til momssystemdirektivet. Se også Terra, Ben: Introduction to European VAT (2021), afsnit 8.2

³³ Rådets direktiv 2009/65/EF af 13. juli 2009 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer

³⁴ Rådets direktiv 2011/61/EU af 8. juni 2011 om forvaltere af alternative investeringsfonde

³⁵ Se Strandet Jepsen, Anders: Moms og aktiviteter i forbindelse med værdipapirer (2010), s. 101ff om inddragelsen af anden EU-retlig regulering

³⁶ Se hertil Engsig Sørensen, Karsten: EU-retten (2019), s. 238

forelæggelse af præjudicielle spørgsmål vedrørende fortolkning af EU-retlige regler, hvis anvendelse er aktuel i en for den nationale ret konkret foreliggende sag.³⁷ Ved besvarelsen af præjudicielle spørgsmål afgør EU-Domstolen således ikke sagen, som har givet anledning til spørgsmålene, men tager alene stilling til anvendelsen af de bestemmelser, den nationale ret spørger til.³⁸

EU-Domstolen udgør som sagt den øverste autoritative fortolker af EU-retten, hvilket medfører, at den nationale ret, der har stillet spørgsmålet, har pligt til at anlægge EU-Domstolens fortolkning af den EU-retlige bestemmelse i den konkrete sag.³⁹ Dertil kommer, at præjudicielle afgørelser fra EU-Domstolen har betydning for såvel EU-Domstolens fremtidige afgørelser⁴⁰ som for de nationale retter, idet disse må antages at have pligt til at lægge den tilkendegivne fortolkning af EU-retten til grund i fremtidige sager.^{41 42} Dermed har praksis fra EU-Domstolen en betydelig præjudikatværdi⁴³ og udgør således en fremtrædende og vigtig retskilde ved definitionen af investeringsforeningsbegrebet.

Da der som beskrevet ovenfor ikke er tilsigtet nogen materielle ændringer af gældende ret med indførelsen af momssystemdirektivet, vil EU-Domstolens fortolkning af investeringsforeningsbegrebet efter art. 13, pkt. B, litra d, nr. 6 i sjette direktiv fortsat være relevant for fortolkning af investeringsforeningsbegrebet.⁴⁴

EU-retlige fortolkningsprincipper

Der gælder en række EU-retlige fortolkningsprincipper, både generelle og mere specifikke, som er med til at danne rammerne om fortolkning af EU-retlige regler.⁴⁵ Generelt gælder eksempelvis at ordlyden af samtlige sproglige versioner principielt skal inddrages, at der skal tages hensyn til opbygningen af den EU-retlige regulering, til den sammenhæng, som en given bestemmelse indgår i, og at fortolkning skal være i overensstemmelse med de formål, som denne forfølger.⁴⁶ Ved fortolkning af momsretten udgør særligt princippet om afgiftsneutralitet en vægtig retskilde.^{47 48}

³⁷ Se hertil Engsig Sørensen, Karsten: EU-retten (2019), s. 239. Se desuden Engsig Sørensen, Karsten: EU-retten (2019), kapitel 7 for nærmere om EU-Domstolens funktion, sammensætning og kompetence samt reglerne for anvendelse af præjudicielle afgørelser

³⁸ Se hertil C-231/19 Blackrock, præmis 25. Dog kan EU-Domstolens besvarelse af præjudicielle spørgsmål reelt komme til at afgøre sagen, se hertil Wegener, Morten: Juridisk metode (2000), s. 195f

³⁹ Se hertil Engsig Sørensen, Karsten: EU-retten (2019), s. 239 og Wegener, Morten: Juridisk metode (2000), s. 192 og 195

⁴⁰ Bemærk dog, at EU-Domstolen ikke nødvendigvis anser sig for bundet af sin tidligere praksis, jf. Wegener, Morten: Juridisk metode (2000), s. 215, omend EU-Domstolen kun i få tilfælde har fraveget tidligere praksis, se Engsig Sørensen, Karsten: EU-retten (2019), s. 116

⁴¹ Se hertil Wegener, Morten: Juridisk metode (2000), s. 196 og Tvarnø, Christina: Retskilder og retsteorier (2021), s. 179ff, hvor såvel EU-Domstolens som nationale domstoles opfattelse af denne pligt behandles

⁴² Se desuden Engsig Sørensen, Karsten: EU-retten (2019), s. 251f og Terra, Ben: Introduction to European VAT (2021), afsnit 6.2 for nærmere om acte éclairé-doktrinen

⁴³ Se hertil Engsig Sørensen, Karsten: EU-retten (2019), s. 116

⁴⁴ Se hertil de forenede sager C-58/20 og C-59/20 K og DBKAG, præmis 27-28

⁴⁵ Se hertil Terra, Ben: Introduction to European VAT (2021), afsnit 2; Strandet Jepsen, Anders: Moms og aktiviteter i forbindelse med værdipapirer (2010), s. 80ff

⁴⁶ Se hertil Strandet Jepsen, Anders: Moms og aktiviteter i forbindelse med værdipapirer (2010), s. 81f.

⁴⁷ Se hertil Strandet Jepsen, Anders: Moms og aktiviteter i forbindelse med værdipapirer (2010), s. 111

⁴⁸ Se nærmere herom i afsnit 2.1

Generaladvokaters forslag til afgørelse

EU-Domstolen bistås af generaladvokater, jf. EUF-traktatens art. 252. Deres opgave er at fremsætte et begrundet forslag til afgørelse.⁴⁹

Generaladvokaternes forslag til afgørelse har ikke bindende retsvirkning og kan formentlig heller ikke læses som uddybende forklaringer på EU-Domstolens afgørelser eller anses som præjudikat for så vidt angår de problemstillinger, som EU-Domstolen ikke tager stilling til.⁵⁰ Derfor er retskildeværdien af disse forslag som udgangspunkt begrænset.^{51 52}

Generaladvokaternes forslag kan dog tydeliggøre de problemstillinger, som sagen rejser, idet disse forslag ofte indeholder mere omfattende teoretiske diskussioner og diskuterer de modstående synspunkter.⁵³ Derfor kan det være relevant at inddrage synspunkter, argumenter og problemstillinger præsenteret i generaladvokaternes forslag til afgørelse på områder, hvor gældende ret ikke er udtrykt klart.

Momsudvalgets retningslinjer

Det følger af momssystemdirektivets art. 398, at der nedsættes et rådgivende udvalg, Momsudvalget,⁵⁴ som består af repræsentanter fra medlemsstaternes skattemyndigheder og en repræsentant fra EU-Kommissionen, som leder udvalget. Momsudvalget behandler spørgsmål om anvendelsen af de EU-retlige bestemmelser om moms og fremkommer i nogle tilfælde med retningslinjer herom.

Retningslinjer fra Momsudvalget er ikke bindende for hverken medlemsstaterne, EU-Kommissionen eller EU-Domstolen, men har alene vejledende karakter.⁵⁵ Således kan retningslinjer fra Momsudvalget samt de Working Papers, der ligger til grund herfor, inddrages som et bidrag ved fortolkning af momssystemdirektivet, men kan ikke anses for at udgøre gældende ret.

Retningslinjer fra ESMA

ESMA er en uafhængig EU-tilsynsmyndighed⁵⁶, som har til formål at sikre stabiliteten i EU's finansielle system ved at forbedre investorbeskyttelsen og arbejde for stabile, velordnede finansielle markeder. ESMA udarbejder blandt andet retningslinjer og standarder for at sikre en ensartet anvendelse af UCITS- og FAIF-direktivet. Disse vil blive inddraget i det omfang de er relevante for forståelsen af de heri anvendte begreber.

1.4.2 Nationale retskilder

Specialets undersøgelser inddrager ligeledes relevante retskilder i national ret. Da der endnu ikke afsagt national retspraksis om investeringsforeningsbegrebet, vil denne retskilde ikke

⁴⁹ Se hertil Fenger, Niels: EU-Domstolens generaladvokat i Juristen (2014), afsnit 3.1

⁵⁰ Se hertil Fenger, Niels: EU-Domstolens generaladvokat i Juristen (2014), afsnit 6

⁵¹ Se hertil Fenger, Niels: EU-Domstolens generaladvokat i Juristen (2014), afsnit 6 og Tvarnø, Christina: Retskilder og retsteorier (2021), s. 178

⁵² Bemærk dog, at i de tilfælde, hvor EU-Domstolen henviser til generaladvokatens forslag til afgørelse, vil de dele af forslaget, som der henvises til, opnå samme retskildeværdi som dommen. Se hertil Ramsdahl Jensen, Dennis: Merværdiafgiftspligten (2004), s. 24, note 72

⁵³ Se hertil Fenger, Niels: EU-Domstolens generaladvokat i Juristen (2014), afsnit 6; Wegener, Morten: Juridisk metode (2000), s. 225 og Tvarnø, Christina: Retskilder og retsteorier (2021), s. 178

⁵⁴ Sommetider også benævnt Momskomitéen, se Den juridiske vejledning 2021-2 D.A.5.11.9.2

⁵⁵ Se hertil Momsudvalgets Guidelines resulting from the 109th meeting (2017), hvor dette forbehold ligeledes fremgår

⁵⁶ ESMA er oprettet ved Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1095/2010 af 24. november 2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed

blive inddraget. Da der ej heller er offentliggjort administrative afgørelser herom efter indførelsen af SKM2019.548.SKTST,⁵⁷ vil denne retskilde ikke blive inddraget.

Momssystemdirektivets art. 135, stk. 1, litra g er implementeret i dansk ret ved momslovens § 13, stk. 1, nr. 11, litra f.

Den juridiske vejledning og styresignaler fra Skattestyrelsen inddrages ligeledes. Sådanne administrative forskrifter har som udgangspunkt ikke en særligt høj retskildeværdi, idet disse alene har bindende virkning for Skatteforvaltningens medarbejdere og ikke for borgere og virksomheder.⁵⁸ Dog udgør de i praksis en vigtig kilde til Skattestyrelsens fortolkning af eksempelvis momsretten og har derfor en betydning for den skattepligtiges rettigheder og pligter.⁵⁹ Derfor inddrages disse som et bidrag ved fortolkning af investeringsforeningsbegrebet, men kan ikke anses for at udgøre gældende ret.

2 Det fælles momssystem

I det følgende introduceres den momsretlige sammenhæng, som momsfritagelsen forvaltning af investeringsforeninger indgår i. Således skal momssystemets karakteristika, grundlæggende principper og momsfritagelser beskrives kort.

2.1 Momssystemet generelt

Harmoniseringen af lovgivningen om omsætningsafgift blev gennemført som led i realiseringen af det indre marked i EU.⁶⁰ Således bør det fælles momssystem medføre konkurrencemæssig neutralitet, hvorved varer og ydelser af samme art momsbeskattes ens på de enkelte medlemsstaters område uanset produktions- og distributionskædens længde.⁶¹ Momsen karakteriseres således som en transaktionsorienteret generel, flerleddet, indirekte beskatning af forbrug.⁶² Dette indebærer, at momsbeskatningen omfatter alle varer og ydelser, opkræves hvert led i omsætningskæden, bæres fuldt ud af den endelige forbruger og opkræves samt indbetales af transaktionens leverandør.

Udgangspunktet er dermed, at moms pålægges alle leverancer af varer og ydelser foretaget af afgiftspligtige personer, der handler i denne egenskab på en given medlemsstats område.⁶³

Som et udslag af momsens karakter af forbrugsafgift er det ligeledes udgangspunktet, at den afgiftspligtige person, der har gennemført en momspligtig leverance – og som følge heraf har pligt til at indbetale moms – aflastes moms på omkostninger afholdt i forbindelse med disse

⁵⁷ Indarbejdet i Den juridiske vejledning D.A.5.11.9.2 fra version 2020-1

⁵⁸ Se hertil Justitsministeriets vejledning om administrative forskrifter, nr. 9594 af 9. juli 2021, pkt. 5.1 og Den juridiske vejledning 2021-2 "Om den juridiske vejledning" under "Bindende virkning". Se også Pedersen, Jan: Skatteretten 1 (2021), s. 110ff og Revsbech, Karsten: Forvaltningsret – Almindelige emner (2016), s. 129ff for nærmere om administrative forskrifter og vejledninger

⁵⁹ Se hertil Pedersen, Jan: Skatteretten 1 (2021), s. 112ff og Evald, Jens: Retskilderne og den juridiske metode (2000), s. 36

⁶⁰ Se hertil betragtning (4) til momssystemdirektivet

⁶¹ Se hertil særligt betragtning (4) til (7) til momssystemdirektivet

⁶² jf. momssystemdirektivets art. 1. Se van Doesum, Ad: Fundamentals of EU VAT Law (2020), s. 7; Thygesen, Jette: Grundlæggende momsretlige principper (2018), s. 22ff; Strandet Jepsen, Anders: Moms og aktiviteter i forbindelse med værdipapirer (2010), s. 37ff

⁶³ jf. momssystemdirektivets art. 2, stk. 1, litra a og c. For nærmere om begreberne "leverance" og "afgiftspligtig person", se Ramsdahl Jensen, Dennis: Merværdiafgiftspligten (2004)

momsplichtige leverancer; altså har momsfradragsret.⁶⁴ Derimod vil en afgiftspligtig person ikke have momsfradragsret for momsen på omkostninger afholdt i forbindelse med *momsfritagne* leverancer.⁶⁵

Princippet om afgiftsneutralitet

Momssystemet er baseret på et princip om afgiftsneutralitet, som bestemmelserne i (nu) moms-systemdirektivet skal fortolkes under hensyn til.⁶⁶ Momssystemet tilsigter således så vidt muligt, at momsen ikke påvirker forbrugsvalget eller omsætningen og at momsen er konkurrencemæssigt neutral.

Dette kommer eksempelvis til udtryk i fradragsordningen som beskrevet ovenfor samt princippet om fjernelse af konkurrencefordrejninger, der skyldes forskelsbehandling i momsmæssig henseende.⁶⁷ Herefter skal identiske eller sammenlignelige transaktioner, som derved konkurrerer indbyrdes, behandles på samme måde i relation til moms.⁶⁸ Det er i denne forbindelse uden betydning, om der er tale om væsentlige fordrejninger eller ej.⁶⁹ Princippet udstrækker sig ligeledes til afgiftspligtige personer, der herefter skal behandles lige i relation til moms, såfremt de befinder sig i en sammenlignelig situation.⁷⁰ Princippet om afgiftsneutralitet afspejler således i momsmæssig sammenhæng det generelle EU-retlige princip om ligebehandling.⁷¹

Følgelig vil det ikke stride mod princippet om afgiftsneutralitet, såfremt transaktioner, der ikke er sammenlignelige og dermed ikke konkurrerer indbyrdes, behandles forskelligt i relation til moms.⁷²

Momssystemet er dog ikke fuldt ud neutralt, men indebærer flere iboende brud på princippet om afgiftsneutralitet, eksempelvis momsfritagelserne.⁷³ Princippet om afgiftsneutralitet skal dog fortsat inddrages ved fortolkning af momsfritagelsesbestemmelserne.⁷⁴

2.2 Momsfritagelsesbestemmelserne

Momsfritagelserne udgør undtagelser til det ovenfor nævnte udgangspunkt om momsplicht. Der er således tale om transaktioner med varer og ydelser, der – på trods af at de er omfattet af momssystemets anvendelsesområde – fritages for moms. Dermed er disse transaktioner ikke

⁶⁴ jf. momssystemdirektivets art. 168 og afsnit X om fradrag, implementeret ved momslovens § 37. Se Stensgaard, Henrik: Fradrag for merværdiafgift (2004) for nærmere om fradragsordningen

⁶⁵ jf. momssystemdirektivets art. 168 e.c., implementeret ved momslovens § 37, stk. 1. Dette er dog ikke uden undtagelser, se eksempelvis momssystemdirektivets art. 169, stk. 1, litra c, implementeret ved momslovens § 37, stk. 7

⁶⁶ Se hertil betragtning (5) og (7) til momssystemdirektivet, momssystemdirektivets art. 1, stk. 2. Se også Terra, Ben: Introduction to European VAT (2021), afsnit 2.5 og van Doesum, Ad: Fundamentals of EU VAT Law (2020), s. 40f

⁶⁷ Se C-363/05 JP Morgan, præmis 47

⁶⁸ Se betragtning (7) til momssystemdirektivet samt C-363/05 JP Morgan, præmis 46-47. Se også van Doesum, Ad: Fundamentals of EU VAT Law (2020), s. 41f

⁶⁹ Se C-363/05 JP Morgan, præmis 46

⁷⁰ Se hertil van Doesum, Ad: Fundamentals of EU VAT Law (2020), s. 42f

⁷¹ Se hertil Terra, Ben: Introduction to European VAT (2021), afsnit 2.5. Det bemærkes, at princippet om afgiftsneutralitet ikke på samme måde som ligebehandlingsprincippet kan anses for at have forfatningsmæssig status. Således kan princippet om afgiftsmæssig neutralitet ikke medføre fortolkningsresultater, som strider mod momssystemets sammenhæng, momssystemdirektivets opbygning eller momsbestemmelsernes ordlyd. Se tilsvarende van Doesum, Ad: Fundamentals of EU VAT Law (2020), s. 40f

⁷² Se hertil van Doesum, Ad: Fundamentals of EU VAT Law (2020), s. 41f

⁷³ Se hertil Henkow, Oskar: Financial Activities in European VAT (2008), s. 3ff og s. 65; Strandet Jepsen, Anders: Moms og aktiviteter i forbindelse med værdipapirer (2010), s. 44

⁷⁴ Se hertil Strandet Jepsen, Anders: Moms og aktiviteter i forbindelse med værdipapirer (2010), s. 45

momspligtige, hvilket betyder at momsen på omkostninger afholdt i forbindelse med gennemførelse af disse transaktioner som udgangspunkt ikke er fradragsberettiget.⁷⁵

Disse fritagelser er indført af forskellige årsager. Overordnet set er nogle af momsfritagelserne indført ud fra sociale og almene hensyn for at billiggøre de omfattede varer og tjenesteydelser. Andre – herunder de finansielle momsfritagelser⁷⁶ – er indført ud fra praktiske og økonomiske hensyn, fordi de omfattede transaktioner er vanskelige at håndtere momsmæssigt, eksempelvis i relation til fastsættelse af momsgrundlaget og størrelsen af momsfradraget.^{77 78}

Princippet om streng fortolkning

Som et udslag af momsens karakter af en generel afgift skal momsfritagelserne fortolkes strengt, idet de udgør undtagelser til udgangspunktet om momspligt.⁷⁹ Udgangspunktet om den generelle momspligt skal således ikke fraviges i videre udstrækning end tilsigtet.

Princippet om streng fortolkning indebærer dog ikke, at udtrykkene anvendt i momsfritagelserne skal fortolkes indskrænkende, således at en given momsfritagelse får et smallere anvendelsesområde end tilsigtet.⁸⁰

Streng fortolkning må dermed antages at indebære en ”ordlydsnær” fortolkning af momsfritagelserne, som er udtryk for en naturlig sproglig forståelse af de anvendte begreber og som udelukker en udvidende fortolkning samt analog anvendelse af disse.⁸¹

Se nærmere om rammerne for fortolkning af momsfritagelsen for forvaltning af investeringsforeninger i afsnit 4.

3 Investeringsenheder generelt

Investeringsenheder optræder ikke kun i momsretlig henseende, men i flere forskellige praktiske og retlige sammenhænge.⁸² For at give en generel forståelse af investeringsenheder og deres konstruktion, skal dette i det følgende beskrives kort.

Uden hensyn til lovgivning eller andre tekniske definitioner kan en investeringsenhed karakteriseres som et finansielt mellemlid, der tilvejebringer kapital fra investorer og investerer denne

⁷⁵ Se Stensgaard, Henrik: Momsfritagelserne – en kritisk analyse af implementering og praksis i Skat Udland (2005), afsnit 1 for nærmere om konsekvenser af momsfritagelsesbestemmelserne

⁷⁶ jf. momssystemdirektivets artikel 135, stk. 1, litra b-g, implementeret ved momslovens § 13, stk. 1, nr. 11, litra a-f

⁷⁷ Se hertil Terra, Ben: Introduction to European VAT (2021), afsnit 7.6.3.4, 15.1, 15.2 og 15.3; Henkow, Oskar: Financial Activities in European VAT (2008), s. 90; Strandet Jepsen, Anders: Moms og aktiviteter i forbindelse med værdipapirer (2010), s. 50ff og s. 135ff; Stensgaard, Henrik: Momsfritagelserne – en kritisk analyse af implementering og praksis i Skat Udland (2005), afsnit 1

⁷⁸ Se afsnit 4.3 for særligt om formålet med fritagelsen for forvaltning af investeringsforeninger

⁷⁹ Se hertil C-169/04 Abbey National, præmis 60; C-8/01, Taksatorringen, præmis 36 og C-242/08 Swiss Re, præmis 43. Se også Strandet Jepsen, Anders: Moms og aktiviteter i forbindelse med værdipapirer (2010), s. 111

⁸⁰ Se hertil Terra, Ben: Introduction to European VAT (2021), afsnit 15.1; van Doesum, Ad: Fundamentals of EU VAT Law (2020), s. 308f

⁸¹ Se hertil Strandet Jepsen, Anders: Moms og aktiviteter i forbindelse med værdipapirer (2010), s. 112ff

⁸² Se Baldvinsson, Cato: Investering og formuepleje (2003); Bergenfelt, Kjeld: Håndbog om beskatning af investeringsforeninger og deres investorer (2014) og Søndergaard Birkmose, Hanne: Investeringsforeningsret (2012) og Viitala, Tomi: Taxation of Investment Funds in the European Union (2005) for nærmere om investeringsforeninger og beskatning heraf

i investeringsaktiver.⁸³ Det er således særligt karakteristisk for investeringsenheder, at de muliggør at flere investorers midler puljes, hvorved den enkelte investor opnår fordele såsom en større risikospredning, professionel porteføljepleje og lavere omkostninger.⁸⁴

Organisationsstrukturen i sådanne enheder er generelt set karakteriseret ved, at investeringsaktiver og forvaltning heraf er adskilt. Således placeres investeringsmidler og investeringer i én juridisk enhed med én kreds af ejere (investeringsenheden), mens forvalterne, kontorlokaler, personale og andre operationelle aktiver og passiver er placeret i en anden juridisk enhed med en anden kreds af ejere (forvaltnings-/administrationsselskabet).^{85 86}

Det er netop denne organisationsstruktur, der aktualiserer transaktionen, hvorved investeringsenheder indkøber forvaltningsydelse såsom porteføljeforvaltning og administration.⁸⁷

3.1 EU-retlig regulering af investeringsenheder

På EU-retligt plan er reguleringen af investeringsenheder overordnet set harmoniseret ved UCITS-direktivet og FAIF-direktivet.⁸⁸ Da EU-Domstolens praksis om investeringsforeningsbegrebet omtaler disse ikke-momsretlige direktiver,⁸⁹ skal de kort introduceres i det følgende.

UCITS-direktivet

UCITS-direktivet omfatter investeringsenheder, der i) har som eneste formål at foretage kollektiv investering i værdipapirer eller andre nævnte finansielle aktiver, ii) foretager investering med kapital tilvejebragt ved henvendelse til offentligheden, og hvor iii) investeringsvirksomheden bygger på et princip om risikospredning og iv) enhedens andele kan tilbagekøbes eller indløses på forlangende.⁹⁰ UCITS-direktivet regulerer både sådanne investeringsenheder og forvaltere heraf.⁹¹

UCITS-direktivet har som sit overordnede formål at tilnærme konkurrencevilkårene for omfattede investeringsenheder på EU-plan og derved sikre en mere effektiv og ensartet beskyttelse af deltagerne i sådanne investeringsenheder ved at indføre fælles grundlæggende bestemmelser for godkendelse, tilsyn, struktur, aktiviteter samt de oplysninger, som det kræves, de omfattede

⁸³ Se hertil Viitala, Tomi: *Taxation of Investment Funds in the European Union* (2005), s. 17 og Baldvinsson, Cato: *Investering og formuepleje* (2003), s. 222

⁸⁴ Se hertil Viitala, Tomi: *Taxation of Investment Funds in the European Union* (2005), s.17f og Baldvinsson, Cato: *Investering og formuepleje* (2003), s. 222f

⁸⁵ Se hertil Morley, John: *The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation* i *The Yale Law Journal* (2014), afsnit I-III. Artiklen omtaler amerikansk regulering af investeringsforeninger, men bemærker dog, at denne adskillelse er tilsvarende kendetegnene for europæiske investeringsforeninger på trods af forskellig regulering af investeringsforeninger i Europa og USA, se afsnit IV.B.2. Se tilsvarende Viitala, Tomi: *Taxation of Investment Funds in European Union* (2005), s. 18f

⁸⁶ Såkaldt ”selvforvaltende” investeringsenheder forekommer dog også, se hertil Søndergaard Birkmose, Hanne: *Forvaltere af Alternative InvesteringsFonde* (2015), s. 59f

⁸⁷ Bemærk at ikke alle forvaltningsydelse vil være omfattet af momsfritagelsen for forvaltning af investeringsforeninger. Se Ruby Brandt, Helene: *Momsfritagelsen for forvaltning af investeringsforeninger – udvalgte problemstillinger i Momsloven 50 år – festskrift i anledningen af 50 års jubilæet for Danmarks første momslov* (2017), afsnit 4 for nærmere om forvaltningsbegrebet i momsfritagelsens forstand

⁸⁸ Se hertil Søndergaard Birkmose, Hanne: *Forvaltere af Alternative InvesteringsFonde* (2015), s. 15ff og Momsudvalgets Working Paper No. 936, s. 5

⁸⁹ Se hertil C-595/13 *Fiscale Eenheid*

⁹⁰ jf. UCITS-direktivets art. 1, stk. 2, litra a og b. Se hvilke enheder, der ikke kan omfattes af UCITS-direktivet, jf. UCITS-direktivets art. 3

⁹¹ Se UCITS-direktivets kapitel III, hvor forvaltere også omtales som ”administrationsselskaber”

investeringsenheder skal offentliggøre.⁹² UCITS-direktivet indeholder ikke en definition af begrebet ”ikke-professionel investor” på samme måde som FAIF-direktivet.⁹³ Det følger dog af UCITS-direktivets art. 78, at omfattede investeringsenheder skal udarbejde et dokument indeholdende ”central investorinformation”, som ifølge stk. 5 skal være forståeligt for ikke-professionelle investorer.⁹⁴ UCITS-direktivet regulerer således investeringsenheder, der særligt er rettet mod ikke-professionelle investorer.

UCITS-direktivet indeholder også et antal bestemmelser, der begrænser investering i forhold til investeringsobjekter, risikospredning og størrelsen af investeringerne.⁹⁶

FAIF-direktivet

FAIF-direktivet omfatter forvaltere af AIF'er i EU og fastsætter eksempelvis regler vedrørende meddelelse af tilladelse, løbende driftsvilkår og gennemsigtighedskrav.⁹⁷ Direktivet regulerer således ikke AIF'er eller deres investeringer, men alene forvaltere af AIF'er.⁹⁸ For at en forvalter er omfattet af FAIF-direktivet er det således afgørende, at den forvaltede enhed udgør en AIF.

Ved AIF'er forstås kollektive investeringsenheder eller afdelinger deraf som i) rejser kapital ii) fra en række investorer iii) med henblik på at investere den i overensstemmelse med en defineret investeringspolitik til fordel for disse investorer og iv) ikke er omfattet af UCITS-direktivet.⁹⁹

FAIF'er kan som udgangspunkt alene markedsføre AIF'er til ”professionelle investorer”.¹⁰⁰ Dog kan FAIF'er gives tilladelse til at markedsføre AIF'er til ”detailinvestorer”.¹⁰¹ I disse tilfælde kan medlemsstaterne indføre strengere krav end dem, der følger af FAIF-direktivet.¹⁰²

Det følger af direktivets definitioner,¹⁰³ at en ”professionel investor” er en investor, der anses som professionel eller efter anmodning kan behandles som professionel, som defineret i bilag II til MiFID II.¹⁰⁴ I dette bilag defineres en ”professionel investor”, som én, der besidder den

⁹² Se betragtning (3) og (4) til UCITS-direktivet

⁹³ Se nedenfor *FAIF-direktivet*

⁹⁴ Det følger endvidere af betragtning (47) til FAIF-direktivet, at AIF'er og investeringsenheder omfattet af UCITS-direktivet er tiltænkt en forskellig type investor, og at AIF'er er tiltænkt professionelle investorer, se lige nedenfor

⁹⁵ Se også art. 99, stk. 2, hvorefter medlemsstater skal fastsætte navnlig virkningsfulde, proportionale og afskrækkende foranstaltninger og sanktioner for tilsidesættelse af forpligtelsen til at præsentere central investorinformation på en måde, der kan forventes at blive forstået af ikke-professionelle investorer

⁹⁶ Se hertil UCITS-direktivets art. 52

⁹⁷ Se betragtning (14) til FAIF-direktivet og direktivets art. 1 samt undtagelser i art. 2, stk. 3 og art. 3

⁹⁸ Se også betragtning (10) til FAIF-direktivet. Nogle underkategorier af AIF'er er dog særligt reguleret, eksempelvis EuVECA-, EuSEF-, og ELTIF-foreninger

⁹⁹ jf. FAIF-direktivets art. 4, stk. 1, litra a

¹⁰⁰ jf. FAIF-direktivets art. 31, stk. 6 og 32, stk. 9

¹⁰¹ jf. FAIF-direktivets art. 43, stk. 1, 1. led

¹⁰² jf. FAIF-direktivets art. 43, stk. 1, 2. led

¹⁰³ jf. FAIF-direktivets art. 4, stk. 1, litra ag

¹⁰⁴ Rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter. Bemærk at FAIF-direktivets art. 4, stk. 1, litra ag henviser til bilag II i Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter (MiFID I), som er blevet erstattet af MiFID II, der nu er gældende og som indeholder et tilsvarende bilag II

fornødne erfaring, viden og ekspertise til at træffe sine egne investeringsbeslutninger og foretage en korrekt vurdering af risiciene i forbindelse hermed.¹⁰⁵

Derimod er en ”detailinvestor” ifølge direktivet en investor, som ikke er en professionel investor.¹⁰⁶

4 Rammerne for fortolkning af investeringsforeningsbegrebet

Momssystemdirektivets artikel 135, stk. 1, litra g, lyder:

”1. Medlemsstaterne fritager følgende transaktioner:

(...)

*g) forvaltning af **investeringsforeninger**, således som disse er fastsat af medlemsstaterne”* (egen fremhævning)

Udtrykket ”investeringsforeninger” defineres ikke nærmere. Som beskrevet har definitionen heraf dog betydning i praksis, idet momspligtige forvaltningsydelser kan medføre betydelige omkostninger for investeringsenheder.

I det følgende skal det undersøges hvilke faktorer, der danner rammerne for fortolkning af investeringsforeningsbegrebet.

4.1 Medlemsstaternes skønsbeføjelse

Som sagt udgør momsfritagelserne undtagelser fra det generelle udgangspunkt om moms. Derfor følger det af EU-Domstolens faste retspraksis, at disse udgør selvstændige EU-retlige begreber, som bør underlægges en fælles definition, sådan at disse begreber ikke kan anvendes forskelligt i forskellige medlemsstater og for at sikre at medlemsstaterne ikke kan ændre indholdet af fritagelserne.¹⁰⁷

Alligevel forekommer der dog tilfælde, hvor EU-lovgiver har overladt det til medlemsstaterne selv at definere visse momsfritagelser. I disse tilfælde underlægges fritagelsen altså i princippet ikke en fælles definition, idet hver medlemsstat er tillagt en skønsbeføjelse i denne henseende.¹⁰⁸

Som det følger af bestemmelsen, er medlemsstaterne netop overladt kompetencen til at definere begrebet ”investeringsforeninger”.¹⁰⁹

Denne skønsbeføjelse er dog ikke helt fri. Det fremgår nemlig af EU-Domstolens faste retspraksis, at den er begrænset af fritagelsens udtryk, som anvendt af EU-lovgiver, det formål, der forfølges med fritagelsen, og de principper, som ligger til grund for momssystemet.¹¹⁰

¹⁰⁵ Dette inkluderer kategorier som kreditinstitutter, forsikringselskaber og pensionsfonde. Investorer, der skal anmode om at blive anset som professionelle, må have foretaget omfattende transaktioner på det relevante marked gennemsnitligt ti gange pr. kvartal i de foregående fire kvartaler eller have en portefølje, der overstiger 500.000 EUR

¹⁰⁶ jf. FAIF-direktivets art. 4, stk. 1, litra aj

¹⁰⁷ Se hertil C-595/13 Fiscale Eenheid, præmis 30 og den heri nævnte retspraksis

¹⁰⁸ Se hertil C-595/13 Fiscale Eenheid, præmis 30 og den heri nævnte retspraksis

¹⁰⁹ Se ligeledes C-595/13 Fiscale Eenheid, præmis 31 og den heri nævnte retspraksis

¹¹⁰ Se hertil C-595/13 Fiscale Eenheid, præmis 32-33 og den heri nævnte retspraksis

4.2 Fritagelsens udtryk

Ved fortolkning af momsfrigtagelsen for forvaltning af investeringsforeninger må selve fritagelsens ordlyd, som er anvendt af EU-lovgiver, ikke tilsidesættes.¹¹¹

I forbindelse hermed bemærker EU-Domstolen, at medlemsstaternes skønsbeføjelse til at definere investeringsforeningsbegrebet ikke berettiger de enkelte medlemsstater til blandt de enheder, der omfattes af investeringsforeningsbegrebet, at udvælge hvilke, der skal omfattes af fritagelsen, og hvilke, der skal udelukkes. En sådan udvælgelse ville nemlig tilsidesætte selve udtrykket ”investeringsforeninger”.¹¹² Således må alle investeringsenheder, der omfattes af en given medlemsstats definition af investeringsforeningsbegrebet, kunne drage nytte af momsfrigtagelsen for forvaltning af investeringsforeninger.

Anvendelse af betegnelsen ”investeringsforening” i national ret er dog ikke i sig selv tilstrækkelig til, at en investeringsenhed kan indkøbe forvaltningsydelser momsfrit. Investeringsenheden må således kunne omfattes af investeringsforeningsbegrebet for at kunne drage nytte af momsfrigtagelsen for forvaltning af investeringsforeninger.¹¹³

En fortolkning af investeringsforeningsbegrebet skal dermed være i overensstemmelse med princippet om streng fortolkning.¹¹⁴ Princippet om streng fortolkning indebærer dog ikke, at udtryk skal fortolkes sådan, at de fratages deres virkning.¹¹⁵ Således henser EU-Domstolen ved fortolkning af investeringsforeningsbegrebet til, om ordlyden af udtrykket ”investeringsforeninger” indikerer, at EU-lovgiver har haft til hensigt at foretage en given afgrænsning heraf.¹¹⁶

4.3 Formålet med fritagelsen

Fritagelserne for moms er indført af forskellige årsager.¹¹⁷ I modsætning til de øvrige finansielle momsfrigtagelser synes momsfrigtagelsen for forvaltning af investeringsforeninger dog ikke at være blevet indført, fordi disse transaktioner er vanskelige at håndtere momsmæssigt, eksempelvis i relation til fastsættelse af momsgrundlaget og beregning af momsfradraget.¹¹⁸ Derimod synes denne fritagelse at være blevet indført for at neutralisere den forskellige momsbyrde, der som følge af de øvrige finansielle fritagelser indirekte består ved direkte investering og investering gennem investeringsforeninger.

Denne forskel opstår, idet investeringsenheders særlige organisationsstruktur indebærer, at disse indkøber forvaltningsydelser såsom porteføljeforvaltning og administration.¹¹⁹ Som følge af den generelle momspligt, vil disse forvaltningsydelser som udgangspunkt være pålagt moms. Da investeringsenheders aktiviteter ofte består af momsfrigtage finansielle transaktioner, vil denne moms dog som udgangspunkt ikke kunne fradrages.¹²⁰ I det tilfælde vil momsen udgøre en omkostning for investeringsenheder. Derimod indkøber direkte investorer som regel ikke forvaltningsydelser og vil derfor ikke være pålagt en sådan momsomkostning.

¹¹¹ Se hertil C-595/13 Fiscale Eenheid, præmis 32 og den heri nævnte retspraksis

¹¹² Se hertil C-595/13 Fiscale Eenheid, præmis 32 og den heri nævnte retspraksis

¹¹³ Se hertil C-363/05 JP Morgan, præmis 53

¹¹⁴ Se afsnit 2.2

¹¹⁵ Se hertil C-595/13 Fiscale Eenheid, præmis 68 og den heri nævnte retspraksis

¹¹⁶ Se hertil C-169/04 Abbey National, præmis 54; C-363/05 JP Morgan, præmis 28; C-595/13 Fiscale Eenheid, præmis 57

¹¹⁷ Se afsnit 2.2

¹¹⁸ Se hertil Strandet Jepsen, Anders: Moms og aktiviteter i forbindelse med værdipapirer (2010), s. 162

¹¹⁹ Se afsnit 3

¹²⁰ Se afsnit 2.1 og 2.2

Således er formålet med momsfrigtagelsen for forvaltning af investeringsforeninger at sikre momssystemets neutralitet i relation til valget mellem direkte investering og investering foretaget gennem investeringsforeninger ved at fjerne momsudgifterne herved.^{121 122}

Momsfrigtagelsen for forvaltning af investeringsforeninger har således en særlig karakter, idet den tilsigter at imødegå et brud på princippet om afgiftsneutralitet, som er forårsaget af de øvrige finansielle momsfrigtagelser. Dette særlige formål tilfører kompleksitet ved fortolkning af investeringsforeningsbegrebet.

Kompleksiteten forstærkes endvidere af, at det er uklart, hvorvidt dette formål er afgrænset til alene at sikre momssystemets neutralitet i relation til valget mellem direkte investering og investering foretaget gennem investeringsenheder, der investerer kapital hidrørende fra små investorer. Denne uklarhed udspringer særligt af variationer i EU-Domstolens udtalelser om formålet med fritagelsen. Eksempelvis anvendes der i nogle tilfælde udtrykket ”investorer”¹²³, mens der i andre anvendes udtrykkene ”småinvestorer” eller ”små investorer”.¹²⁴

Som det kan ses på årstallene i note 123 og 124, anvender EU-Domstolen disse udtryk på vilkårlige tidspunkter. EU-Domstolen er således ikke entydig i sine udtalelser om formålet og anvender ikke ét af udtrykkene konsekvent fra et tidspunkt og fremefter.

Dertil kommer, at EU-Domstolen i den seneste afgørelse vedrørende momsfrigtagelsen for forvaltning af investeringsforeninger, de forenede sager C-58/20 og C-59/20 K og DBKAG, i forhold til tidligere praksis uddyber sin udtalelse vedrørende formålet med fritagelsen på følgende måde:

*”Det bemærkes således, at den fritagelse, der er omhandlet i denne bestemmelse, i overensstemmelse med Domstolens praksis har til formål at **lette små investorers adgang til markedet for værdipapirer**. Den fælles forvaltning af investeringerne i investeringsforeningerne giver disse investorer mulighed for **på trods af en beskeden investering** at besidde en diversificeret portefølje, som beskytter dem mod de risici, der er forbundet med udsving i værdipapirernes værdi, og giver dem mulighed for at fordele omkostningerne til en sagkyndig forvaltning. Såfremt denne fritagelse ikke fandtes, ville ejere af andele i institutter for kollektiv investering blive beskattet hårdere end investorer, **a priori større investorer**, der placerer deres midler direkte i værdipapirer og ikke gør brug af ydelser fra en fondsforvaltning. Princippet om afgiftsneutralitet er imidlertid til hinder for, at erhvervsdrivende, som udfører de samme transaktioner, behandles forskelligt med hensyn til opkrævning af moms (...).”¹²⁵ (egen fremhævnings)*

Der kunne på den ene side argumenteres for, at denne beskrivelse af fritagelsens formål om ”at lette små investorers adgang til markedet for værdipapirer” præger definitionen af investe-

¹²¹ Se C-595/13 Fiscale Eenheid, præmis 34 og den heri nævnte retspraksis. Se tilsvarende van Doesum, Ad: Fundamentals of EU VAT Law (2020), s. 342

¹²² Formålet er formentlig også at hindre konkurrencefordrejninger mellem investeringsenheder, der forvaltes af tredjemand, og investeringsenheder, der er selvforvaltede. Se forslag til afgørelse i C-169/04 Abbey National, pkt. 29

¹²³ Se hertil C-363/05 JP Morgan, præmis 45; C-424/11 Wheels, præmis 19; C-464/12 ATP PensionService, præmis 43; C-595/13 Fiscale Eenheid, præmis 34

¹²⁴ Se hertil C-169/04 Abbey National, præmis 62; C-275/11 GfBk, præmis 30; de forenede sager C-58/20 og C-59/20 K og DBKAG, præmis 37

¹²⁵ Se præmis 37

ringsforeningsbegrebet. På dét grundlag kunne omfattede investeringsforeninger anses for kendetegnet ved, at de giver investorer, som ikke ellers ville have den samme adgang til investeringsmarkedet, adgang hertil. En investeringsenhed måtte derfor besidde dette karakteristikon for at kunne omfattes af investeringsforeningsbegrebet.¹²⁶ Dette synes at tilsige, at der er tale om en relativt snæver fritagelse.

På den anden side kunne der argumenteres for, at formålet i sin kerne består i behovet for at sikre neutralitet ved valget mellem direkte investering og investering foretaget gennem investeringsenheder. At investering gennem investeringsenheder er særligt relevant for små investorer, der ikke som udgangspunkt har umiddelbar adgang til investeringsmarkedet, medfører således ikke, at fritagelsen er begrænset til at omfatte sådanne enheder. Dette synes at tilsige, at der er tale om en relativt bred fritagelse, for at denne neutralitet kan sikres.¹²⁷

Samlet set synes det mest nærliggende, at formålet med momsfrigtagelsen for forvaltning af investeringsforeninger ikke som sådan afgrænser investeringsforeningsbegrebet. Herved henses særligt til tilknytningen til princippet om afgiftsneutralitet.

Som det fremgår ovenfor, kan det have stor betydning for fortolkningen og definitionen af investeringsforeningsbegrebet, om formålet anses for at afgrænse dette til investeringsenheder med små investorer.¹²⁸ Derfor inddrages hver af de ovenstående fortolkninger af formålet ved undersøgelsen af de udvalgte problemstillinger i afsnit 5.

4.4 Princippet om afgiftsneutralitet

Som beskrevet i afsnit 2.1 er momssystemet baseret på princippet om afgiftsneutralitet.

I relation til investeringsforeningsbegrebet hindrer princippet om afgiftsneutralitet, at sammenlignelige investeringsenheder, der derved konkurrerer med hinanden, behandles forskelligt ved fortolkning heraf.¹²⁹ Som det vil fremgå lige nedenfor, spiller UCITS-direktivet en særlig rolle i denne henseende.

4.5 UCITS-direktivet

Momsretten blev harmoniseret før regulering af investeringsenheder; derfor var det nødvendigt for EU-lovgiver at henvise til national ret ved fritagelsen af forvaltning af investeringsforeninger.¹³⁰ Følgelig indskrænkes medlemsstaternes skønsbeføjelse – og altså definitionen af inve-

¹²⁶ Se nærmere om undersøgelsen af, hvorvidt investeringsforeningsbegrebet er kendetegnet ved henvendelse til ikke-professionelle investorer i afsnit 5.2

¹²⁷ Se tilsvarende Ruby Brandt, Helene: Momsfrigtagelsen for forvaltning af investeringsforeninger – udvalgte problemstillinger i Momsloven 50 år – festskrift i anledningen af 50 års jubilæet for Danmarks første momslov (2017), afsnit 5, hvor det anføres, at *"fritagelsen skal i overensstemmelse med dens formål have et bredt anvendelsesområde (...)"*

¹²⁸ Selvom formålet med fritagelser generelt alene udgør et blandt flere elementer ved fortolkning af disse, synes formålet med momsfrigtagelsen for forvaltning af investeringsforeninger at blive tillagt større betydning. Se tilsvarende Strandet Jepsen, Anders: Moms og aktiviteter i forbindelse med værdipapirer (2010), s. 119 samt note 394, in fine

¹²⁹ Se hertil van Doesum, Ad: Fundamentals of EU VAT Law (2020), s. 342f; Henkow, Oskar: Financial Activities in European VAT (2008), s. 142ff

¹³⁰ Se forsalg til afgørelse i sagen C-595/13 Fiscale Eenheid, pkt. 21, som EU-Domstolen også henviser til i præmis 42 i den endelige dom

steringsforeningsbegrebet – i takt med efterfølgende harmoniseret regulering af investeringsenheder.¹³¹ Dermed overlapper den EU-retlige regulering af investeringsenheder medlemsstaternes definitionskompetence, således at investeringsforeningsbegrebet både defineres af EU-ret og national ret.¹³²

Det følger herefter af EU-Domstolens praksis, at investeringsforeningsbegrebet omfatter UCITS-foreninger og investeringsenheder, der uden at udgøre UCITS-foreninger, er sammenlignelige med disse i en sådan grad, at de kan anses for at konkurrere med dem.¹³³

Det kan dog overvejes, om dette indebærer, at investeringsenheder, der ikke er sammenlignelige med UCITS-foreninger, per definition er udelukket fra investeringsforeningsbegrebet.

På den ene side kan der argumenteres for, at dette ikke er tilfældet, idet investeringsforeningsbegrebet – henset til at momsfrigtagelsen trådte i kraft før UCITS-direktivet – må anses for at have et andet anvendelsesområde end UCITS-direktivet.¹³⁴

Dertil kommer, at det følger af EU-Domstolens praksis, at UCITS-direktivet ikke kan medføre en snæver fortolkning af investeringsforeningsbegrebet.¹³⁵ Således har EU-Domstolen ved fortolkning af investeringsforeningsbegrebet fraveget UCITS-direktivets betingelser i flere tilfælde. Eksempelvis fastslår EU-Domstolen i C-363/05 JP Morgan, at investeringsforeningsbegrebet ikke alene omfatter ”åbne” investeringsenheder¹³⁶; i C-464/12 ATP PensionService, at en investeringsenhed ikke skal have kollektiv investering som sit eneste formål¹³⁷ og i C-595/13 Fiscale Eenheid, at investeringsforeningsbegrebet ikke alene omfatter investeringsenheder, der investerer i værdipapirer.¹³⁸

På den anden side kan der argumenteres for, at investeringsenheder, der ikke er tilstrækkeligt sammenlignelige med UCITS-foreninger, ikke kan omfattes af investeringsforeningsbegrebet. Dette ses eksempelvis, idet EU-Domstolen udtaler følgende om investeringsenheder, der ikke udgør UCITS-foreninger:

”For at kunne betragtes som investeringsforeninger, der er momsfrigtaget i medfør af sjette direktivs artikel 13, punkt B, litra d), nr. 6), skal selskaber som de i hovedsagen omhandlede følgelig fremvise lignende kendetegn som institutter for kollektiv investering, således som disse er defineret i direktivet om investeringsinstitutter, og foretage de samme transaktioner, eller i det mindste fremvise sammenlignelige træk i en sådan grad, at de konkurrerer med dem.”¹³⁹ (egen fremhævning)

¹³¹ Se hertil Ruby Brandt, Helene: Momsfrigtagelsen for forvaltning af investeringsforeninger – udvalgte problemstillinger i Momsloven 50 år – festskrift i anledningen af 50 års jubilæet for Danmarks første momslov (2017), afsnit 3

¹³² Se C-595/13 Fiscale Eenheid, præmis 43-46. Se diskussion heraf i Glohr, Raphaël: Real Estate Funds: VAT Exemption for Fund Management Services i European Taxation (2017), afsnit 3 og 5

¹³³ Se C-595/13 Fiscale Eenheid, præmis 47 og den heri nævnte retspraksis

¹³⁴ Se forslag til afgørelse i sagen C-363/05 JP Morgan, pkt. 22, som EU-Domstolen henviser til i præmis 32 i den endelige dom

¹³⁵ Se hertil C-363/05 JP Morgan, præmis 31-32

¹³⁶ Se tilsvarende Terra, Ben: Introduction to European VAT (2021), afsnit 15.3.2.6

¹³⁷ Se tilsvarende van Doesum, Ad: Fundamentals of EU VAT Law (2020), s. 343

¹³⁸ Se nærmere herom afsnit 5.3.1

¹³⁹ Se C-595/13 Fiscale Eenheid, præmis 39

Det ses ligeledes i C-424/11 *Wheels* og i C-44/11 *Deutsche Bank*, at EU-Domstolen konkluderede, at de omhandlede investeringsenheder ikke kunne sammenlignes med UCITS-foreninger, idet flere kendetegn adskilte dem. Derfor kunne investeringsenhederne ikke omfattes af investeringsforeningsbegrebet.

På grundlag af EU-Domstolens praksis synes det mest nærliggende, at UCITS-foreninger anses som sammenligningsgrundlaget ved vurderingen af, om en investeringsenhed kan omfattes af investeringsforeningsbegrebet. Utilstrækkelig sammenlignelighed medfører dermed, at en investeringsenhed ikke kan omfattes af investeringsforeningsbegrebet.¹⁴⁰

Dette synes dog ikke at være uforeneligt med, at investeringsforeningsbegrebet har et andet anvendelsesområde end UCITS-direktivet. En investeringsforening må således være tilstrækkeligt sammenlignelig – men ikke identisk – med UCITS-foreninger i relation til de karakteristika, der kendetegner en investeringsforening.^{141 142}

4.6 EU-Domstolens praksis

EU-Domstolen udgør den øverste autoritative fortolker af EU-retten.¹⁴³ Følgelig indrammes definitionen og fortolkningen af investeringsforeningsbegrebet af EU-Domstolens praksis herom.¹⁴⁴

5 Udvalgte problemstillinger

Som sagt følger det af EU-Domstolens praksis, at det afgørende kendetegn ved investeringsforeningsbegrebet er, at flere investorers kapital sammenlægges, hvilket gør det muligt at sprede disse investorers risiko på en række værdipapirer.¹⁴⁵

Med henblik på at forsøge at definere de mest fundamentale elementer af investeringsforeningsbegrebet, undersøges i det følgende på grundlag af de faktorer, der danner rammerne for fortolkning af investeringsforeningsbegrebet, om to investorer udgør ”flere” i relation til investeringsforeningsbegrebet, om investeringsforeningsbegrebet er kendetegnet ved henvendelse til ikke-professionelle investorer og om investering i ét aktiv kan anses for at udgøre risikospredning i investeringsforeningsbegrebets forstand.

¹⁴⁰ Se tilsvarende Momsudvalgets Working Paper No. 936, s. 29. Se også Terra, Ben: *Introduction to European VAT* (2021), afsnit 15.3.2.6, hvoraf det fremgår, at AIF'er kan udgøre investeringsforeninger ”*if they are identical or sufficiently comparable for them to be in competition with UCITS.*” (egen fremhævning) Se også Ruby Brandt, Helene: *Momsfritagelsen for forvaltning af investeringsforeninger – udvalgte problemstillinger i Momsloven 50 år – festskrift i anledningen af 50 års jubilæet for Danmarks første momslov (2017)*, afsnit 3.1 og *Den juridiske vejledning 2021-2 D.A.5.11.9.2*

¹⁴¹ Se hertil C-363/05 *JP Morgan*, præmis 46

¹⁴² Dette synes ligeledes at harmonere med de tilfælde, hvor EU-Domstolen fraviger UCITS-direktivets betingelser, idet EU-Domstolens fravigelser tilsyneladende foretages under forudsætning af, at disse fortsat er sammenlignelige med UCITS-foreninger

¹⁴³ Se afsnit 1.4.1

¹⁴⁴ Se tilsvarende van Doesum, Ad: *Fundamentals of EU VAT Law* (2020), s. 342; Ruby Brandt, Helene: *Momsfritagelsen for forvaltning af investeringsforeninger – udvalgte problemstillinger i Momsloven 50 år – festskrift i anledningen af 50 års jubilæet for Danmarks første momslov (2017)*, afsnit 3.1

¹⁴⁵ Se C-464/12 *ATP PensionService*, præmis 51

5.1 Flere investorer

Det fremgår af EU-Domstolens faste praksis, at udøvelse af kollektiv investering er en forudsætning for at en investeringsenhed kan omfattes af investeringsforeningsbegrebet.¹⁴⁶

Dette må ses i sammenhæng med, at formålet med momsfrigørelsen for forvaltning af investeringsforeninger er at sikre momssystemets neutralitet i relation til valget mellem direkte investering og investering gennem investeringsforeninger. Dertil kommer, at det fremstår som en iboende forudsætning af udtrykket ”investeringsforening”, at der må være tale om kapital hidrørende flere end én investor. Følgelig fremgår det af EU-Domstolens praksis, en investeringsenhed, der investerer en enkelt investors kapital, ikke kan udgøre en investeringsforening.¹⁴⁷

Selvom det således er tydeligt, at investeringsforeningsbegrebet er kendetegnet ved udøvelse af kollektiv investering, er det dog ikke entydigt, hvad dette begreb nærmere indebærer. Således frembyder begrebet flere problemstillinger, herunder hvilket antal af investorer, der skal til for at investering anses for ”kollektiv”, hvilken betydning koncernforbindelser har i denne henseende og hvorvidt der gælder en tærskel – eksempelvis beløbs- eller procentmæssig – for at tælle som en investor i relation til investeringsforeningsbegrebet.

Da specialets omfang dog ikke tillader undersøgelse af dem alle, vil specialet i det følgende fokusere på problemstillingen i relation til hvilket antal af investorer, der i investeringsforeningsbegrebets forstand udgør kollektiv investering.

Sættes begrebet ”kollektiv investering” på spidsen, bliver det interessante spørgsmål, hvorvidt en investeringsenhed, der investerer kapital hidrørende fra *to* investorer, er tilstrækkeligt til, at denne kan omfattes af investeringsforeningsbegrebet. I denne forbindelse undersøges det ligeledes, hvorvidt investeringsforeninger er kendetegnet ved henvendelse til offentligheden.

5.1.1 Kapital hidrørende fra to investorer

Det følger af UCITS-direktivet, at investeringsenheder, for at kunne omfattes af dette direktiv, må foretage *kollektiv* investering af kapital tilvejebragt ved *henvendelse til offentligheden*.¹⁴⁸

Det fremgår altså ikke af UCITS-direktivet, at investeringsenheder, der investerer kapital hidrørende fra to investorer, definitivt er afskåret fra at kunne omfattes af UCITS-direktivet.¹⁴⁹ Det afgørende i relation til UCITS-direktivet er således, hvorvidt investeringsenheden henvender sig til offentligheden. Dermed synes kravet om tilstrækkelig sammenlignelighed med UCITS-foreninger ikke i første omgang at udelukke en fortolkning af investeringsforeningsbegrebet, der omfatter investeringsenheder, som investerer kapital hidrørende fra to investorer.

Selvom EU-Domstolen er blevet spurgt, om investeringsenheder med flere end én investor kan anses for at udgøre investeringsforeninger,¹⁵⁰ har EU-Domstolen dog ikke direkte forholdt sig hertil. I afgørelsen udtaler EU-Domstolen således blot i forhold til antallet af investorer, at

¹⁴⁶ Se C-169/04 *Abbey National*, præmis 53; C-363/05 *JP Morgan*, præmis 48-51; C-464/12 *ATP PensionService*, præmis 51

¹⁴⁷ Se C-44/11 *Deutsche Bank*, præmis 34-35. Bemærk dog, at investering i master-feeder-strukturer formentlig ligeledes kan anses for at udgøre kollektiv investering i relation til investeringsforeningsbegrebet. Se hertil UCITS-direktivets kapitel VIII; Den juridiske vejledning 2021-2 D.A.5.11.9.2

¹⁴⁸ Se nærmere herom afsnit 5.2

¹⁴⁹ Dog er sådanne UCITS-foreninger formentlig sjældne, henset til kravet om henvendelse til offentligheden. Se tilsvarende Bergenfelt, Kjeld: *Håndbog om beskatning af investeringsforeninger og deres investorer* (2014), s. 292

¹⁵⁰ Se C-595/13 *Fiscale Eenheid*, præmis 28

fritagelsen kan omfatte investeringsenheder som de i sagen omhandlede, ”hvori der er indskudt kapital af flere investorer (...)”.¹⁵¹

På den ene side kan der på dette grundlag argumenteres for, at investering af kapital hidrørende fra to investorer ikke kan anses for tilstrækkeligt i relation til investeringsforeningsbegrebet, idet EU-Domstolen ikke gentager formuleringen ”flere end en investor” og dermed ikke bekræfter dette.¹⁵²

Herimod kan der argumenteres for, at der ikke på denne måde kan sluttes modsætningsvist fra EU-Domstolens præmisser. Det faktum, at EU-Domstolen ikke gentager formuleringen, kan dermed ikke i sig selv medføre, at afgørelsen kan tages til indtægt for, at investering af kapital hidrørende fra to investorer ikke er tilstrækkeligt. EU-Domstolen besvarer således ikke spørgsmålet benægtende og anfægter heller ikke formuleringen ved at udtale, at investeringsforeningsbegrebet fordrer et andet bestemt antal investorer, for at der kan være tale om kollektiv investering.

Der kan videre argumenteres for, at en fortolkning af udtrykket ”investeringsforeninger”, som kan omfatte investeringsenheder, der investerer kapital hidrørende fra to investorer, ikke umiddelbart synes at tilsidesætte eller udvide den naturlige sproglige forståelse af dette udtryk. Der vil således netop være tale om, at to investorer sammenlægger deres kapital og derved investerer i forening med hinanden. Således fremgår en sådan afgrænsning ikke af udtrykkets ordlyd.

Således kan der argumenteres for, at en sådan investeringsenhed ikke udviser nogen forskel fra investeringsenheder, der investerer kapital hidrørende fra ”flere” investorer, som skulle kunne danne grundlag for på forhånd at udelukke disse fra investeringsforeningsbegrebet.¹⁵³

Dette kan endvidere underbygges af, at EU-Domstolen i C-44/11 Deutsche Bank, præmis 34 efterfølgende en karakteristik af investeringsforeninger, udtaler:

”Derimod vedrører ydelser som de af Deutsche Bank i hovedsagen udførte i almindelighed en enkelt persons aktiver, hvis samlede værdi skal være forholdsvis betydelig, for at forvaltningen heraf er rentabel. (...)” (egen fremhævning)

Således fremstår investering af kapital hidrørende fra en enkelt person ikke blot som utilstrækkeligt, men som *modsatningen* til kollektiv investering. Derved kan der argumenteres for, at definitionen af investeringsforeningsbegrebet fordrer, at der investeres kapital hidrørende fra flere end én investor, altså to eller flere.¹⁵⁴

En sådan fortolkning synes ligeledes at kunne rummes inden for fritagelsens formål, som er at sikre momssystemets neutralitet i relation til valget mellem direkte investering og investering gennem investeringsforeninger. Dette ses, idet to investorer, der sammenlægger deres kapital i en investeringsenhed, netop ikke investerer direkte. I forlængelse heraf kan der argumenteres

¹⁵¹ Se C-595/13 Fiscale Eenheid, præmis 64

¹⁵² Heller ikke selvom denne gentages af generaladvokaten, jf. forslag til afgørelse i C-595/13 Fiscale Eenheid, pkt. 44

¹⁵³ Se C-363/05 JP Morgan, præmis 30, hvor EU-Domstolen vurderer udtrykket på denne måde

¹⁵⁴ Se tilsvarende Den juridiske vejledning 2021-2 D.A.5.11.9.2; Henkow, Oskar: Financial Activities in European VAT (2008), s. 142; Boy, Ugurcan: Is the VAT Exemption for the Management of Special Investment Funds Applicable on a Purchased Investment Management Service (by Using an IT Platform) if the Service Is a Single Supply and Is Used for the Management of Both SIFs and Non-SIFs? i Finance and Capital Markets (2020), afsnit 1

for, at det ville stride mod princippet om afgiftsneutralitet, såfremt investeringsenheder, der investerer kapital hidrørende fra to investorer, ikke anses for at kunne omfattes af investeringsforeningsbegrebet. En sådan investeringsenhed må anses for at være sammenlignelig med investeringsenheder, der investerer kapital hidrørende fra 20, 200 og 2000 investorer, idet de alle foretager investering af kapital hidrørende fra *flere* investorer.

Som det fremgår af afsnit 4.3, kan fritagelsens formål anses for afgrænset til at sikre momssystemets neutralitet i relation til valget mellem direkte investering og investering i investeringsenheder, som letter små investorers adgang til investeringsmarkedet. En fortolkning af investeringsforeningsbegrebet, der omfatter investeringsforeninger, som investerer kapital hidrørende fra to investorer, synes dog heller ikke uforenelig med fritagelsens formål i dette tilfælde.

--o0o--

Sammenfattende kan det således ikke udelukkes, at en investeringsenhed, der investerer kapital hidrørende fra to investorer, kan anses for at udøve kollektiv investering i relation til investeringsforeningsbegrebet. Det kan dog heller ikke konkluderes med sikkerhed.

På grundlag af ovenstående synes det overvejende sandsynligt, at investeringsenheder, der investerer kapital hidrørende fra to investorer, kan omfattes af investeringsforeningsbegrebet. Dette henset til, at en sådan fortolkning synes forenelig med udtrykket ”investeringsforeninger”, fritagelsens formål, princippet om afgiftsneutralitet og sammenlignelighed med UCITS-foreninger. Dertil kommer modsætningsforholdet mellem kollektiv investering og investering af en enkelt persons kapital. Hvorvidt EU-Domstolen gentager en given formulering eller ej synes således ikke i sig selv at kunne opveje dette.

Mere usikkert fremstår det til gengæld, om det sideløbende med kollektiv investering må anses for et afgørende kendetegn ved investeringsforeningsbegrebet, at investeringsforeninger henvender sig til offentligheden.

5.1.2 Henvendelse til offentligheden

Som sagt er det afgørende i relation til UCITS-direktivet, at en UCITS-forening foretager kollektiv investering af kapital tilvejebragt ved *henvendelse til offentligheden*.¹⁵⁵ Investeringsenheder, der foretager kollektiv investering af kapital tilvejebragt *uden* at søge at tilbyde deres andele til offentligheden i EU eller en del af dette, kan således ikke omfattes af UCITS-direktivet.¹⁵⁶

Herefter er spørgsmålet, om princippet om afgiftsneutralitet og UCITS-direktivets betydning i denne henseende indebærer, at investeringsforeningsbegrebet er kendetegnet ved henvendelse til offentligheden. Såfremt dette er tilfældet, vil en investeringsenhed, der investerer kapital hidrørende fra to investorer *uden* samtidigt at henvende sig til offentligheden, ikke kunne omfattes af investeringsforeningsbegrebet.

¹⁵⁵ jf. UCITS-direktivets art. 1, stk. 2, litra a

¹⁵⁶ jf. UCITS-direktivets art. 3, stk. 1, litra b. Se også Viitala, Tomi: Taxation of Investment Funds in the European Union (2004), s. 31f samt note 107

Der kan argumenteres for, at det følger af EU-Domstolens praksis vedrørende pensionsfonde, at definitionen af investeringsforeningsbegrebet ikke indebærer en forudsætning om henvendelse til offentligheden.¹⁵⁷

Eksempelvis fremhævede EU-Domstolen i C-424/11 *Wheels* ikke ”henvendelse til offentligheden” som et kendetegn, der adskilte de omhandlede pensionsfonde og investeringsforeninger.¹⁵⁸

I C-464/12 *ATP PensionService*, der ligeledes omhandlede pensionsfonde, som ikke henvender sig til offentligheden, men til en afgrænset kreds af medarbejdere, fandt EU-Domstolen, at disse kunne omfattes af investeringsforeningsbegrebet.¹⁵⁹

En fortolkning af udtrykket ”investeringsforeninger”, der omfatter investeringsenheder, som investerer kapital hidrørende fra flere investorer uden at henvende sig til offentligheden, synes heller ikke umiddelbart at tilsidesætte eller udvide den naturlige sproglige forståelse af dette udtryk. Der vil således netop være tale om, at flere investorer sammenlægger deres kapital og derved investerer i forening med hinanden, uanset om enheden er åben for offentligheden eller ej. Således fremgår en sådan afgrænsning ikke af udtrykkets ordlyd.

En sådan fortolkning synes ligeledes at kunne rummes inden for fritagelsens formål, som er at sikre momssystemets neutralitet i relation til valget mellem direkte investering og investering gennem investeringsforeninger. Dette ses, idet flere investorer, der sammenlægger deres kapital i en investeringsenhed, netop ikke investerer direkte. I forlængelse heraf kan der således argumenteres for, at det ville det stride mod princippet om afgiftsneutralitet, såfremt investeringsenheder, der investerer kapital hidrørende fra flere investorer uden at henvende sig til offentligheden, ikke kan omfattes af investeringsforeningsbegrebet.

Heroverfor kan det dog anføres, at EU-Domstolen ikke i nogen af de nævnte domme eksplicit udtaler, at henvendelse til offentligheden ikke er en forudsætning for definitionen af investeringsforeningsbegrebet. Det kan heller ikke udelukkes, at det meget store antal af investorer i en pensionsfond, eksempelvis 602.000 i *ATP-sagen*,¹⁶⁰ havde betydning for EU-Domstolens konklusion.¹⁶¹

Dertil kommer, at fritagelsens formål kan anses for afgrænset til at sikre momssystemets neutralitet i relation til valget mellem direkte investering og investering i investeringsenheder, som letter små investorers adgang til investeringsmarkedet.¹⁶² I dette tilfælde kan der argumenteres for, at en investeringsenhed må henvende sig til offentligheden for at kunne anses for at lette investering for små investorer i overensstemmelse med fritagelsens formål.¹⁶³

¹⁵⁷ Se tilsvarende Momsudvalgets Working Paper No. 936, s. 24; Den juridiske vejledning 2021-2 D.A.5.11.9.2; van Kasteren, Edwin: *A Fund Is a Fund or Isn't It?* i *Finance and Capital Markets* (2019), afsnit 4.2.2.1

¹⁵⁸ Se præmis 26-29

¹⁵⁹ Se præmis 59, hvor det i øvrigt forudsættes at pensionskasserne udviser de øvrige karakteristika, som kendetegner investeringsforeningsbegrebet

¹⁶⁰ Se hertil præmis 26

¹⁶¹ Det fremgår også af forslag til afgørelse i C-464/12 *ATP PensionService*, pkt. 27, at ATP under retsmødet anførte, at ”en bredere offentlighed, nemlig alle med tilknytning til arbejdsmarkedet, kan deltage i pensionsordningerne.”

¹⁶² Se afsnit 4.3

¹⁶³ Se afsnit 5.2 for nærmere om investorernes karakter

Således kan der argumenteres for, at investeringsforeningsbegrebet er kendetegnet ved henvendelse til offentligheden.¹⁶⁴

--o0o--

Som følge af princippet om afgiftsneutralitet må en investeringsenhed, som investerer kapital hidrørende fra to investorer og som henvender sig til offentligheden, formentlig kunne omfattes af investeringsforeningsbegrebet.

Det kan heller ikke udelukkes, at en investeringsenhed, som investerer kapital hidrørende fra to investorer *uden* at henvende sig til offentligheden, ligeledes kan omfattes af investeringsforeningsbegrebet.

På grundlag af ovenstående synes det dog mest sandsynligt, at investeringsforeningsbegrebet ikke er kendetegnet ved henvendelse til offentligheden. Der henses herved til at en sådan afgrænsning ikke fremgår af ordlyden af udtrykket ”investeringsforeninger”. Dertil kommer, at det formentlig følger af EU-Domstolens praksis, at investeringsenheder, der ikke henvender sig til offentligheden, kan omfattes af investeringsforeningsbegrebet. Fritagelsens formål om at sikre momssystemets neutralitet i relation til valget mellem direkte investering og investering gennem investeringsforeninger synes ligeledes at understøtte denne fortolkning.

Sammenfattende synes det således mest nærliggende, at en investeringsenhed anses for at udøve kollektiv investering, såfremt den investerer kapital hidrørende fra flere end én investor, uanset om den henvender sig til offentligheden.

5.2 Investorernes karakter

Idet der overordnet skelnes mellem professionelle og ikke-professionelle investorer og idet UCITS-foreninger særligt henvender sig til ikke-professionelle investorer,¹⁶⁵ undersøges i det følgende, om og i hvilket omfang investeringsforeningsbegrebet er kendetegnet ved henvendelse til ikke-professionelle investorer.

Det erindres, at UCITS-direktivet indeholder bestemmelser vedrørende udarbejdelse af central investorinformation, som skal være forståelig for ikke-professionelle investorer.¹⁶⁶ Dog indebærer dette ikke, at *alene* ikke-professionelle investorer kan investere i UCITS-foreninger.¹⁶⁷ Således kan UCITS-foreninger *også* investere kapital tilvejebragt fra professionelle investorer.

Idet UCITS-foreninger definitivt er omfattet af investeringsforeningsbegrebet,¹⁶⁸ kan det således udledes, at investeringsforeningsbegrebet ikke er kendetegnet ved, at den investerede kapital *udelukkende* hidrører fra ikke-professionelle investorer.

¹⁶⁴ Se tilsvarende Terra, Ben: Introduction to European VAT (2021), afsnit 15.3.2.6. Bemærk dog, at selvom forfatterne oplister henvendelse til offentligheden som et afgørende kendetegn, så kommenteres det også at ”*while pension funds cannot qualify as UCITS within the meaning of the UCITS Directive (because they do not raise capital from the public, but are an employment-related benefit which employers grant only to their employees), they could still qualify as special investment funds if identical or sufficiently comparable to UCITS.*”

¹⁶⁵ Se afsnit 3.1

¹⁶⁶ Se afsnit 3.1

¹⁶⁷ Se hertil ESMA’s Q&A on the application of the UCITS Directive (2021), section II, question 2d og 4bis, hvor det af besvarelsene hertil fremgår, at også professionelle investorer kan investere i UCITS-foreninger. Se også Bergenfelt, Kjeld: Håndbog om beskatning af investeringsforeninger og deres investorer (2014), s. 37; Søndergaard Birkmose, Hanne: Investeringsforeningsret (2012), s. 66

¹⁶⁸ Se afsnit 4.5

Uanset om en UCITS-forening har ikke-professionelle investorer, professionelle investorer eller begge dele er det dog en betingelse, at en UCITS-forening udarbejder central investorinformation, som skal være forståelig for ikke-professionelle investorer.¹⁶⁹ Dermed må UCITS-foreninger under alle omstændigheder anses for særligt at henvende sig til ikke-professionelle investorer.

5.2.1 Henvendelse til ikke-professionelle investorer

Det skal undersøges, om investeringsforeningsbegrebet er kendetegnet ved henvendelse til ikke-professionelle investorer, således at en investeringsenhed må fremvise dette kendetegn for at kunne omfattes af investeringsforeningsbegrebet.

Som beskrevet er det EU-Domstolens praksis, at investeringsforeningsbegrebet omfatter UCITS-foreninger og investeringsenheder, der uden at udgøre UCITS-foreninger, er sammenlignelige med disse i en sådan grad, at de konkurrerer med dem.¹⁷⁰

I forlængelse heraf udtaler EU-Domstolen i C-595/13 Fiscale Eenheid, præmis 48 følgende:

”Som generaladvokaten har anført i punkt 27 i forslaget til afgørelse, er det imidlertid alene investeringer, der er underlagt et særligt statsligt tilsyn, som kan være undergivet de samme konkurrencevilkår og henvende sig til den samme kreds af investorer. Disse andre typer investeringsfonde kan således som udgangspunkt opnå fritagelse i medfør af sjette direktivs artikel 13, punkt B, litra d), nr. 6), hvis medlemsstaterne også fastsætter et særligt statsligt tilsyn med disse.” (egen fremhævning)

På grundlag af omtalen af ”den samme kreds af investorer” i ovenstående kan der argumenteres for, at investeringsforeningsbegrebet er kendetegnet ved henvendelse til ikke-professionelle investorer,¹⁷¹ idet UCITS-foreninger særligt henvender sig til ikke-professionelle investorer.¹⁷² I givet fald kunne det hævdes, at investeringsenheder må henvende sig til ikke-professionelle investorer for at kunne omfattes af investeringsforeningsbegrebet.¹⁷³ Det fremgår ligeledes af EU-Domstolens praksis, at EU-Domstolen flere steder i forbindelse med sammenligningen med UCITS-foreninger refererer til ”private investorer”.¹⁷⁴

¹⁶⁹ Se hertil ESMA’s Q&A on the application of the UCITS Directive (2021), spørgsmål 2d og 4cbis, hvor det af besvarelsen hertil fremgår, at alle investorer, herunder professionelle investorer, skal modtage den centrale investorinformation og at indholdet af dette dokument skal være den samme

¹⁷⁰ Se C-595/13 Fiscale Eenheid, præmis 47 og den heri nævnte retspraksis

¹⁷¹ Se tilsvarende Momsudvalgets Working Paper No. 936, s. 26f og 33, hvor Momsudvalget opstiller en selvstændig betingelse herom. Bemærk dog, at retningslinjen herom alene opnåede det lavest mulige flertal; ”a large majority”, jf. Momsudvalgets Guidelines resulting from the 109th meeting, hvilket på tidspunktet dækkede over 19-23 medlemsstater. Se ligeledes Den juridiske vejledning 2021-2 D.A.5.11.9.2, hvor Skattestyrelsen opstiller en tilsvarende betingelse på grundlag af Momsudvalgets retningslinjer. Det er dog Skattestyrelsens opfattelse, at det kun er i helt særlige tilfælde, at denne betingelse i sig selv vil medføre, at en investeringsenhed ikke kan omfattes af investeringsforeningsbegrebet. Således fremstår det uklart, om Skattestyrelsen anser investeringsenheder, som udelukkende investerer kapital tilvejebragt fra professionelle investorer, for at være udelukket fra investeringsforeningsbegrebet. Umiddelbart synes det ikke at udgøre ”et helt særligt tilfælde”, at en investeringsenhed alene har professionelle investorer

¹⁷² Se afsnit 3.1

¹⁷³ Se hertil Momsudvalgets Working Paper No. 936, s. 29, hvor Momsudvalget undersøger, hvorvidt AIF’er kan anses for at opfylde denne betingelse og anfører at dette er uklart, idet UCITS-foreninger er rettet mod ikke-professionelle investorer, mens AIF’er som udgangspunkt alene er tilgængelige for professionelle investorer

¹⁷⁴ Se hertil C-363/05 JP Morgan, præmis 50-51; C-424/11 Wheels, præmis 27

På grundlag af den citerede præmis, kan der dog lige så vel argumenteres for, at investeringsforeningsbegrebet ikke er kendetegnet ved henvendelse til ikke-professionelle investorer. Dette ses, idet det fremgår heraf, at undergivelse af et særligt statsligt tilsyn indebærer, at investeringsenheder er undergivet de samme konkurrencevilkår og henvender sig til den samme kreds af investorer som UCITS-foreninger. Sammenlignelige statslige tilsyn indebærer således overordnet set beskyttelse af investorerne.¹⁷⁵ Herefter kan hensynet til investorbeskyttelse og henvendelse til den samme kreds af investorer anses for indbefattet i kravet om et særligt statsligt tilsyn.¹⁷⁶ Således ville det stride mod princippet om afgiftsneutralitet, såfremt investeringsenheder, der er undergivet et særligt statsligt tilsyn og dermed i direkte konkurrence med UCITS-foreninger, udskilles fra investeringsforeningsbegrebet på grundlag af karakteren af deres investorer.¹⁷⁷ En sideløbende forudsætning om, at investeringsforeninger er kendetegnet ved at henvende sig til ikke-professionelle investorer, ville således medføre, at det i realiteten alene ville være UCITS-foreninger, der kunne omfattes af investeringsforeningsbegrebet.

Det fremstår særligt tydeligt, at en sådan sideløbende forudsætning savner mening, såfremt tilsyn i medfør af FAIF-direktivet anses for at kunne opfylde kravet om særligt statsligt tilsyn.¹⁷⁸ Dette ses, idet AIF'er som udgangspunkt alene er tilgængelige for professionelle investorer¹⁷⁹ og derfor som udgangspunkt ikke vil være kendetegnet ved henvendelse til ikke-professionelle investorer. Hvis der skulle gælde en sådan sideløbende forudsætning, ville investeringsenhedens karakter af en AIF således på en og samme tid muliggøre, at enheden kunne anses for undergivet et særligt statsligt tilsyn i medfør af FAIF-direktivet, og afskære den fra at kunne omfattes af investeringsforeningsbegrebet, på grundlag af investorernes karakter.

At investeringsforeningsbegrebet ikke er kendetegnet ved henvendelse til ikke-professionelle investorer underbygges endvidere af, at de omhandlede investeringsenheder i Fiscale Eenheid alene havde pensionsfonde som investorer. Pensionsfonde kategoriseres nemlig som institutionelle og dermed professionelle investorer.¹⁸⁰ På dette grundlag kan der argumenteres for, at det ved Fiscale Eenheid er fastslået i EU-Domstolens praksis, at investeringsenheder, der udelukkende investerer kapital hidrørende fra professionelle investorer, *kan* omfattes af investeringsforeningsbegrebet. Herefter kan investeringsforeningsbegrebet ikke anses for kendetegnet ved henvendelse til ikke-professionelle investorer. Ellers skulle udfaldet af Fiscale Eenheid have været, at de omhandlede investeringsenheder ikke kunne omfattes af investeringsforeningsbegrebet.¹⁸¹

Herimod kunne det dog indvendes, at det faktum, at EU-Domstolen ikke direkte foretager en vurdering af karakteren af investeringsenhedernes investorer i Fiscale Eenheid, ikke nødvendigvis er ensbetydende med, at forholdet ikke udgør et afgørende kendetegn ved definitionen

¹⁷⁵ Se C-595/13 Fiscale Eenheid, præmis 42. Se tilsvarende van Kasteren, Edwin: The VAT Exemption for the Management of Special Investment Funds - A Never Ending Journey? i Finance and Capital Markets (2016), afsnit 5.1.4

¹⁷⁶ Se tilsvarende van Kasteren, Edwin: A Fund Is a Fund or Isn't It? i Finance and Capital Markets (2019), afsnit 4.2.2.5, der anser en betingelse om at være i konkurrence med og henvende sig til den same kreds af investorer som "*encompassed in the requirement for state supervision*". Se også van Doesum, Ad: Fundamentals of EU VAT Law (2020), s. 343

¹⁷⁷ Se hertil C-595/13 Fiscale Eenheid, præmis 63

¹⁷⁸ Se hertil van Kasteren, Edwin: A Fund Is a Fund or Isn't It? i Finance and Capital Markets (2019), afsnit 3.1.4; Den juridiske vejledning 2021-2 D.A.5.11.9.2

¹⁷⁹ Se afsnit 3.1

¹⁸⁰ Se hertil bilag II til MiFID II

¹⁸¹ Se tilsvarende van Kasteren, Edwin: A Fund Is a Fund or Isn't It? i Finance and Capital Markets (2019), afsnit 4.2.2.5

af investeringsforeningsbegrebet.¹⁸² Selvom de omhandlede investeringsenheders investorer udelukkende udgjordes af professionelle investorer, kan det eksempelvis ikke udelukkes, at disse pensionsfondes kapital hidrørte fra ikke-professionelle investorer og at dette havde betydning for EU-Domstolens afgørelse.

Momsudvalget anfører ligeledes, at det vil være i overensstemmelse med princippet om streng fortolkning ikke at anse AIF'er for omfattede af investeringsforeningsbegrebet, idet de som udgangspunkt alene er tilgængelige for professionelle investorer.¹⁸³

Dette synes dog ikke overbevisende, idet udtrykket "investeringsforeninger" ikke indeholder nogen investorkarakteristik. En fortolkning, som omfatter investeringsenheder, der udelukkende investerer kapital hidrørende fra professionelle investorer, synes således ikke umiddelbart at tilsidesætte eller udvide den naturlige sproglige forståelse af dette udtryk. Således fremgår en sådan afgrænsning ikke af udtrykkets ordlyd.

En fortolkning af investeringsforeningsbegrebet, der omfatter investeringsenheder, som udelukkende investerer kapital hidrørende fra professionelle investorer, synes ligeledes forenelig med fritagelsens formål om at sikre momssystemets neutralitet i relation til valget mellem direkte investering og investering gennem investeringsforeninger, idet investorernes karakter ikke har betydning herfor.

Karakteren af investorerne som enten professionelle eller ikke-professionelle har således ikke nogen konsekvenser for beskaffenheden af de aktiviteter, der udøves af investeringsenheder, der udelukkende investerer kapital hidrørende fra professionelle investorer, nemlig kollektiv investering.¹⁸⁴ Dermed kan sådanne investeringsenheder og UCITS-foreninger anses for at udføre de samme transaktioner. Af denne grund synes en sådan fortolkning ligeledes at være forenelig med princippet om afgiftsneutralitet, herunder princippet om fjernelse af konkurrencefordrejninger.

Som det fremgår af afsnit 4.3 kan der dog argumenteres for, at formålet med fritagelsen er afgrænset til at sikre neutralitet mellem direkte investering og investering gennem investeringsenheder, der letter små investors adgang til investeringsmarkedet. I så fald synes en fortolkning af investeringsforeningsbegrebet, der omfatter investeringsenheder, som udelukkende har professionelle investorer, ikke umiddelbart forenelig hermed. Dette ses, idet disse investorer næppe kan kategoriseres som "små" eller anses for at have problemer med adgang til investeringsmarkedet.¹⁸⁵

I forlængelse heraf kan der argumenteres for, at en fortolkning af investeringsforeningsbegrebet, der udelukker investeringsenheder, som alene henvender sig til professionelle investorer, ikke strider mod princippet om afgiftsneutralitet. Således kan de tjenesteydelser, som henholdsvis en UCITS-forening og en sådan investeringsenhed leverer, anses for ikke at konkurrere indbyrdes, idet de ikke kan leveres til den samme kundekreds. Eksempelvis er det som udgangspunkt alene muligt at markedsføre AIF'er til professionelle investorer.¹⁸⁶ Ikke-professi-

¹⁸² Se også Momsudvalgets Working Paper No. 936, s. 30

¹⁸³ Se Momsudvalgets Working Paper No. 936, s. 30

¹⁸⁴ Se tilsvarende argumentation i relation til om arten af de aktiver, der investeres i, har betydning for definitionen af investeringsforeningsbegrebet i C-595/13 Fiscale Eenheid, præmis 57

¹⁸⁵ Se afsnit 3.1 samt bilag II til MiFID II

¹⁸⁶ jf. FAIF-direktivets art. 31, stk. 6 og 32, stk. 9

onelle investorer, der ønsker at investere i en sådan investeringsenhed, må således opfylde særlige krav vedrørende eksempelvis porteføljestørrelse, ekspertise og antagelse af risiko.¹⁸⁷ Således kan AIF'er og UCITS-foreninger anses for ikke at være i konkurrence med hinanden, idet de ikke kan erstatte hinanden.¹⁸⁸

Imod sidstnævnte kan der imidlertid indvendes, at princippet om afgiftsneutralitet ikke indebærer et krav om, at leverancer skal kunne *erstatte* hinanden, for at de kan anses for at være i konkurrence med hinanden i forhold til princippet om afgiftsneutralitet. Dette understøttes af, at en sådan fortolkning af princippet om afgiftsneutralitet ikke umiddelbart kan genfindes i EU-Domstolens praksis og heller ikke følger af EU-Domstolens præmisser i C-363/05 JP Morgan. Dertil kommer, at princippet om afgiftsneutralitet tilsigter at sammenlignelige – ikke identiske – transaktioner, som derved konkurrerer indbyrdes, behandles på samme måde i relation til moms.¹⁸⁹

Der kan ligeledes indvendes, at en sådan argumentation bør afvises, idet den foretages i forhold til karakteren af ydelsesaftagerne og ikke karakteren af transaktionerne eller den afgiftspligtige person.¹⁹⁰

Selvom man så bort fra sidstnævnte indvending og således tillod karakteren af ydelsesaftagerne at få indflydelse på fortolkningen, kan der argumenteres for, at investeringsenheder, der udelukkende investerer kapital tilvejebragt fra professionelle investorer er i konkurrence med UCITS-foreninger. Således kan der anses for at være indbyrdes konkurrence mellem de ydelser, som UCITS-foreninger og investeringsenheder, der udelukkende investerer kapital tilvejebragt fra professionelle investorer, tilbyder. Dette ses, idet UCITS-foreninger investerer kapital hidrørende fra såvel professionelle som ikke-professionelle investorer.¹⁹¹ Dermed konkurrerer de indbyrdes om at tiltrække de professionelle investorer. Såfremt investeringsenheder, der udelukkende investerer kapital hidrørende fra professionelle investorer, på dette grundlag kunne udelukkes fra investeringsforeningsbegrebet, ville UCITS-foreninger have en konkurrencemæssig fordel, idet de alene ville kunne tilbyde forvaltning af de professionelle investorer kapital uden indirekte belastning af moms.

Det må således erindres, at princippet om afgiftsneutralitet omfatter princippet om fjernelse af konkurrencefordrejninger, der skyldes forskelsbehandling i momsmæssig henseende, og at det i denne forbindelse er uden betydning, om der er tale om væsentlige fordrejninger eller ej.¹⁹²

Dermed kan der argumenteres for, at det er uden betydning, at UCITS-foreninger særligt er tiltænkt ikke-professionelle investorer. UCITS-foreninger investerer kapital tilvejebragt fra professionelle investorer og derfor vil det udgøre en konkurrencefordrejning, væsentlig eller ej, såfremt UCITS-foreningers indkøb af forvaltningsydelser vedrørende professionelle investorer kapital ikke pålægges moms, mens andre investeringsenheders indkøb af forvaltningsydelser vedrørende professionelle investorer kapital pålægges moms.

¹⁸⁷ Se Momsudvalgets omtale heraf i Working Paper No. 936, s. 7-13

¹⁸⁸ Se forslag til afgørelse i C-363/05 JP Morgan, pkt. 39, for omtale af muligheden for at ”erstatte hinanden” i relation til princippet om afgiftsneutralitet og vurderingen af indbyrdes konkurrence

¹⁸⁹ Se afsnit 2.1

¹⁹⁰ Se afsnit 2.1

¹⁹¹ Se afsnit 5.2

¹⁹² Se hertil C-363/05 JP Morgan, præmis 46

Således vil en fortolkning af investeringsforeningsbegrebet, der udelukker visse investeringsenheder, fordi de udelukkende investerer kapital hidrørende fra professionelle investorer, kunne anses for stridende mod princippet om afgiftsneutralitet.

--o0o--

På grundlag af ovenstående kan det som udgangspunkt ikke udelukkes, at investeringsforeningsbegrebet er kendetegnet ved henvendelse til ikke-professionelle investorer, således at investeringsenheder må fremvise dette kendetegn for at kunne omfattes af investeringsforeningsbegrebet. Såfremt fritagelsens formål er afgrænset til at sikre neutralitet mellem direkte investering og investering foretaget gennem investeringsenheder, der letter små investorers adgang til investeringsmarkedet, synes dette især mere sandsynligt.

Dette fremstår dog ingenlunde som sikkert. Et sådant kendetegn fremgår nemlig ikke af selve udtrykket ”investeringsforeninger” og synes at rumme risiko for at stride mod princippet om afgiftsneutralitet, uanset om indbyrdes konkurrence vurderes i forhold til den udøvede virksomhed eller den kreds af investorer, der henvendes til. Dertil kommer, at EU-Domstolen i Fiscale Eenheid fandt, at de omhandlede investeringsenheder, der udelukkende investerede kapital hidrørende fra professionelle investorer, kunne omfattes af investeringsforeningsbegrebet. Omtalen af kredsen af investorer fremkommer desuden i sammenhæng med omtale af det særlige statslige tilsyns betydning for definitionen af investeringsforeningsbegrebet. At fritagelsen måtte være indført særligt for at lette små investorers adgang til investeringsmarkedet, bør således ikke nødvendigvis kunne berettige de ovenfor beskrevne neutralitetsbrister eller føre til en fortolkning af udtrykket ”investeringsforeninger”, som er mere snæver end den naturlige sproglige forståelse af udtrykket giver grundlag for.

Såfremt fritagelsens formål om at sikre moms-systemets neutralitet i relation til valget mellem direkte investering og investering gennem investeringsenheder ikke antages at være afgrænset til investeringsenheder, der letter små investorers adgang til investeringsmarkedet, så forekommer det så meget desto mere sandsynligt, at investeringsforeningsbegrebet ikke skulle kunne anses for begrænset til kun at omfatte investeringsenheder, der henvender sig til ikke-professionelle investorer.

Sammenfattende synes det mest sandsynligt, at investeringsforeningsbegrebet ikke er kendetegnet ved henvendelse til ikke-professionelle investorer. Selvom investering gennem investeringsenheder kan anses for særligt relevant for små, ikke-professionelle investorer, synes fritagelsen således ikke at være forbeholdt investeringsenheder, der henvender sig til denne kreds af investorer.

5.3 Princippet om risikospredning

Det følger af EU-Domstolens faste praksis, at investeringsforeningsbegrebet er kendetegnet ved, at den indskudte formue investeres ud fra princippet om risikospredning.^{193 194}

Det er dog ikke tydeligt, hvornår en investeringsenhed kan anses for at investere ud fra princippet om risikospredning i relation til investeringsforeningsbegrebet. Derfor undersøges i det

¹⁹³ Se hertil C-363/05 JP Morgan; C-464/12 ATP PensionService; C-595/13 Fiscale Eenheid

¹⁹⁴ Dette kan undre, idet en sådan afgrænsning ikke fremgår af udtrykket ”investeringsforeninger”. Det kan overvejes om dette kendetegn skal ses i sammenhæng med, at moms-fritagelsen fritager *forvaltning* af investeringsforeninger og at behovet for forvaltningsydelser måske således alene er aktuelt ved en vis grad af investeringspredning

følgende, om aktivklasser har betydning herfor, hvori risikospredning består og om investering i ét aktiv kan anses for at udgøre risikospredning i investeringsforeningsbegrebets forstand.

5.3.1 Andre aktivklasser end værdipapirer og finansielle instrumenter

Det erindres, at UCITS-direktivet alene omfatter enheder, der investerer i værdipapirer eller andre likvide finansielle aktiver.¹⁹⁵ På trods heraf fandt EU-Domstolen i C-595/13 Fiscale Eenheid, at de omhandlede investeringsenheder, der foretog investering i fast ejendom, kunne omfattes af investeringsforeningsbegrebet.¹⁹⁶ EU-Domstolen udtaler i denne forbindelse, at udtrykket ”investeringsforeninger” ikke nævner nogen bestemt form for investering eller sonderer mellem, hvilke aktiver kapitalen er placeret i.¹⁹⁷

Herefter må det antages, at aktivklassen er uden betydning for investeringsforeningsbegrebet således, at en enhed kan omfattes af investeringsforeningsbegrebet, uanset om der investeres i energikilder, ædelmetaller, infrastruktur eller kunst. Det afgørende er dermed, at en investeringsenhed kan anses for at investere ud fra princippet om risikospredning, ikke hvilken type af aktiv, der investeres i.¹⁹⁸

5.3.2 Risikospredningsbegrebet

Det fremgår ikke umiddelbart af udtrykket ”investeringsforeninger”, hvornår en investeringsenhed kan anses for at investere ud fra princippet om risikospredning i investeringsforeningsbegrebets forstand. EU-Domstolens praksis fastlægger heller ikke nogen generelle retningslinjer for vurderingen af, om en investeringsenhed kan anses for kendetegnet herved.¹⁹⁹

Opgaven i forhold til denne problemstilling består således i at forsøge at definere, hvad der i det hele taget forstås ved risikospredning og om investeringsforeningsbegrebet fordrer en særlig definition heraf.

I C-595/13 Fiscale Eenheid vurderer EU-Domstolen, at de omhandlede enheder investerer ud fra princippet om risikospredning, på følgende måde:

”(…) Midlerne investeres i **forskellige kategorier af fast ejendom, både beboelses- og erhvervsjendomme, og også i forskellige geografiske områder.**”²⁰⁰ (egen fremhævelse)

Det kan således udledes, at EU-Domstolen anså det for at udgøre investering ud fra princippet om risikospredning i den konkrete sag, hvor der blev investeret i *flere* investeringsaktiver inden for *én* aktivklasse, i *forskellige* kategorier inden for denne aktivklasse og hvor aktiverne var beliggende i *forskellige* geografiske områder.

Risikospredningsbegrebet er således næppe et spørgsmål om enten eller; enten er risikoen spredt eller også er den ikke. Det synes mere korrekt at betragte det som et kontinuum af risikospredning, således at risikoen kan anses for at være spredt i højere eller lavere grad fordelt

¹⁹⁵ jf. UCITS-direktivets art. 1, stk. 2, litra, jf. art. 50, stk. 1

¹⁹⁶ Se præmis 64

¹⁹⁷ Se præmis 57

¹⁹⁸ Se hertil C-595/13 Fiscale Eenheid, præmis 55-64, hvor EU-Domstolen behandler, om de omhandlede enheder kan anses for at investere ud fra princippet om risikospredning

¹⁹⁹ Se tilsvarende Glohr, Raphaël: Real Estate Funds: VAT Exemption for Fund Management Services i European Taxation (2017), afsnit 3

²⁰⁰ Se præmis 56

på forskellige parametre såsom aktivklasse, antal investeringsaktiver, høj- og lavrisiko investeringer, geografisk placering, branche, mv. Dermed kan graduering af investeringsrisikoen kombineres på mange forskellige måder på tværs af de forskellige parametre og inden for hvert parameter.²⁰¹ Således kan selv investering i aktier i et enkelt selskab anses for at være mere eller mindre spredt alt efter hvor mange aktiviteter selskabet har, på hvilke markeder det opererer osv.

Henset til EU-Domstolens vurdering i *Fiscale Eenheid*, som citeret ovenfor, er det dog næppe en hvilken som helst grad af risikospredning, der vil kunne anses som tilstrækkelig i relation til investeringsforeningsbegrebet. Spørgsmålet er herefter, hvor på dette kontinuum der kan fastsættes en nedre grænse, som må kræves overskredet, for at en investeringsenhed kan anses for at investere ud fra princippet om risikospredning.

Som sagt tilkendegiver hverken udtrykket ”investeringsforeninger” eller EU-Domstolens praksis indtil videre nogen definition eller generelle kriterier for denne vurdering.

Da de omhandlede enheder i *Fiscale Eenheid* udelukkende foretog investeringer i fast ejendom, må det antages, at investering i en enkelt aktivklasse *kan* udgøre en tilstrækkelig grad af risikospredning i relation til investeringsforeningsbegrebet.²⁰²

Det kan dog ikke udledes af dommen, at investering i en enkelt aktivklasse *altid* vil udgøre investering ud fra princippet om risikospredning. Dette ses, idet EU-Domstolen inddrager andre parametre, hvor der forefindes en grad af spredning, nemlig forskellige kategorier og geografiske områder.

Såfremt risikoen var mere spredt, eksempelvis på *flere* investeringsaktiver i *forskellige* aktivklasser, i *forskellige* kategorier inden for disse og hvor aktiverne var beliggende i *forskellige* geografiske områder, synes det overvejende sandsynligt, at investeringerne ligeledes ville anses for foretaget ud fra princippet om risikospredning i investeringsforeningsbegrebets forstand.

Omvendt kan det overvejes, om dette ligeledes ville være tilfældet, såfremt risikoen var mindre spredt, eksempelvis ved investering i *flere* investeringsaktiver inden for *én* aktivklasse, i *forskellige* kategorier inden for denne aktivklasse og hvor aktiverne var beliggende i *ét* geografisk område.

Eller med mindre risikospredning endnu, eksempelvis ved investering i *flere* investeringsaktiver i *én* aktivklasse, i *samme* kategori inden for denne aktivklasse, beliggende i *ét* geografisk område.

Efterhånden som risikospredningen gradvist reduceres på de forskellige parametre, synes det tilsvarende gradvist mere usikkert, om en investeringsenhed kan anses for at investere ud fra princippet om risikospredning i investeringsforeningsbegrebets forstand.

²⁰¹ Eksempelvis er der i forhold til geografisk placering tale om en grad af risikospredning, såfremt to faste ejendomme er placeret forskellige steder i den samme by, og en højere grad af risikospredning, såfremt de er placeret i forskellige byer, og højere endnu, såfremt de er placeret i forskellige lande

²⁰² Se tilsvarende van Kasteren, Edwin: *A Fund Is a Fund or Isn't It?* i *Finance and Capital Markets* (2019), afsnit 4.2.2.2

I søgen efter en nedre grænse for den tilstrækkelige grad af risikospredning i relation til investeringsforeningsbegrebet undersøges i det følgende, hvorvidt investering i ét investeringsaktiv kan udgøre tilstrækkelig risikospredning i investeringsforeningsbegrebets forstand.

5.3.3 Et enkelt investeringsaktiv

For så vidt angår UCITS-foreninger følger det af UCITS-direktivets art. 52, stk. 1, litra a og b, at der som udgangspunkt højst kan investeres 5 % af kapitalen i værdipapirer eller pengemarkedsinstrumenter, der er udstedt af samme emittent, eller 20 % i den samme enhed.²⁰³

Således udgør investering i ét aktiv ikke en tilstrækkelig grad af risikospredning efter UCITS-direktivets bestemmelser.

Det må dog erindres, at UCITS-direktivets bestemmelser ikke kan medføre en snæver fortolkning af investeringsforeningsbegrebet.²⁰⁴ Såfremt de samme begrænsninger gjorde sig gældende for investeringsforeningsbegrebet, ville alene UCITS-foreninger kunne omfattes heraf.

Henset til EU-Domstolens faste praksis om at UCITS-foreninger udgør sammenligningsgrundlaget ved fortolkning af investeringsforeningsbegrebet, kan det samtidig på den ene side ikke udelukkes, at disse investeringsgrænser tillægges betydning ved definitionen af princippet om risikospredning i investeringsforeningsbegrebets forstand. På den anden side fraviger EU-Domstolen i nogle tilfælde helt ordlyden af UCITS-direktivets bestemmelser, forudsat at investeringsenheden fortsat er tilstrækkeligt sammenlignelig med UCITS-foreninger.²⁰⁵

Præmisserne i *Fiscale Eenheid* er heller ikke behjælpelige i denne henseende, idet det ikke fremgår, hvor mange faste ejendomme hver af de omhandlede enheder investerede i eller om dette antal har haft betydning for EU-Domstolens vurdering.

Der kan argumenteres for, at essensen af UCITS-direktivets bestemmelser er, at der for så vidt angår værdipapirer og andre finansielle instrumenter, skal være tale om forskellige emittenter. Investeringsgrænserne relaterer sig således ikke til geografiske områder, brancher, kategorier, mv., men til at UCITS-foreningen investerer i *forskellige udstedende enheder*. Der kan argumenteres for, at en tilsvarende fortolkning af risikospredningsprincippet ved investering i andre aktiver vil medføre, at investering i ét enkelt aktiv ikke vil udgøre tilstrækkelig risikospredning.²⁰⁶

Dette underbygges endvidere af, at det følger af EU-Domstolens praksis, at det er et afgørende kendetegn ved en investeringsforening, at flere investorers aktiver sammenlægges, hvilket gør det muligt at *sprede disse investorers risiko på en række værdipapirer*.²⁰⁷ Selvom EU-Domstolen har fastslået, at investering i aktivklassen ”værdipapirer” ikke har betydning ved definitionen af investeringsforeningsbegrebet, så kan der argumenteres for, at der i ”en række værdipapirer” ligger en forudsætning om, at der investeres i værdipapirer fra forskellige emittenter, og at en tilsvarende fortolkning i forhold til andre aktivklasser indebærer, at der må investeres i flere aktiver.

²⁰³ Se muligheder for fravigelser herfra i UCITS-direktivets art. 52-57

²⁰⁴ Se afsnit 4.5

²⁰⁵ Se afsnit 4.5

²⁰⁶ Se tilsvarende udkast af 9. juni 2021 til styresignal om investeringsinstitutter og betingelsen om risikospredning ved investering i fast ejendom, afsnit 3

²⁰⁷ Se C-464/12 ATP PensionService, præmis 51

Dette synes umiddelbart at udgøre en korrekt fortolkning, hvis det pågældende aktiv eksempelvis er én guldbarre. I dette tilfælde er der tale om investering i *ét* investeringsaktiv, som i sagens natur udgør *én* aktivklasse og som er beliggende i *ét* geografisk område. I dette tilfælde er der således ikke nogen grader af risikospredning på nogen parametre.

Det er dog vanskeligere at vurdere i et tilfælde, hvor det pågældende aktiv kan opdeles, måske endda i forskellige kategorier; eksempelvis én fast ejendom, der kan bestå af flere lejemål, som måske både har beboelses- og erhvervs karakter. I dette tilfælde består der unægteligt en højere grad af risikospredning end ved investering i én guldbarre.

Spørgsmålet, der herefter må undersøges, er, om denne grad af risikospredning er tilstrækkelig i relation til investeringsforeningsbegrebet.

Der kan for så vidt godt argumenteres for, at der vil bestå en tilstrækkelig grad af risikospredning ved investering i én fast ejendom, når denne består af forskellige kategorier af fast ejendom, eksempelvis beboelses- og erhvervslejemål.²⁰⁸ Generaladvokaten sammenligner i sit forslag til afgørelse i *Fiscale Eenheid* dette med, at investering i værdipapirer inden for en bestemt branche må kunne anses for at udgøre en tilstrækkelig grad af risikospredning i relation til investeringsforeningsbegrebet.²⁰⁹

Dette argument synes dog ikke overbevisende, idet investering i værdipapirer inden for en bestemt branche frembyder flere muligheder for at opnå en højere grad af risikospredning²¹⁰ end investering i én fast ejendom som i sagens natur udgør *én* aktivklasse og som er begrænset til *én* geografisk placering. Således synes de to tilfælde ikke på denne måde at være sammenlignelige i relation til graden af risikospredning.

EU-Domstolen hverken gentager eller henviser til generaladvokatens udtalelser vedrørende en enkelt fast ejendom i den endelige dom, men finder som sagt, at de omhandlede enheder kan anses for at investere ud fra princippet om risikospredning, idet der blev investeret i *forskellige* kategorier af fast ejendom, beliggende i *forskellige* geografiske områder. Dette kunne tages som udtryk for, at det ikke er EU-Domstolens opfattelse, at investering i et enkelt aktiv kan udgøre en tilstrækkelig grad af risikospredning i relation til investeringsforeningsbegrebet.²¹¹

På den anden side kan der argumenteres for, at EU-Domstolen blot forholder sig konkret til, om der er tale om risikospredning i investeringsforeningsbegrebets forstand i den pågældende sag, og ikke udtaler sig generelt om, hvornår der vil være tale om en tilstrækkelig grad af risikospredning i relation til investeringsforeningsbegrebet. Det fremgår således ikke af præmissen, at EU-Domstolen anser graden af risikospredning i den konkrete sag for mindstemålet i

²⁰⁸ Se hertil forslag til afgørelse i C-595/13 *Fiscale Eenheid*, pkt. 42. Se tilsvarende høringsvar af 7. juli 2021 til udkast til styresignal om investeringsinstitutter og betingelsen om risikospredning ved investering i fast ejendom af FSR, ifølge hvem investering i en enkelt fast ejendom vil udgøre tilstrækkelig risikospredning, uanset om den er opdelt i flere kategorier eller ej

²⁰⁹ Se forslag til afgørelse i C-595/13 *Fiscale Eenheid*, pkt. 42

²¹⁰ En branche kan defineres mere eller mindre bredt og investering i værdipapirer inden for én branche kan være diversificeret i forhold til emittenter, geografisk placering, kategorier, mv. Således kan investering i værdipapirer inden for branchen ”vedvarende energi” indebære investering i forskellige selskaber, der udvikler, solenergi, vindenergi og andre teknologier, der adskiller sig fra fossile brændstoffer, og som kan være placeret i mange forskellige lande

²¹¹ Se tilsvarende udkast af 9. juni 2021 til styresignal om investeringsinstitutter og betingelsen om risikospredning ved investering i fast ejendom, afsnit 3

relation til investeringsforeningsbegrebet.²¹² Det faktum, at EU-Domstolen ikke henviser til eller gentager generaladvokatens generelle udtalelser, kan dermed ikke tages til indtægt for, at en enkelt fast ejendom ikke kan udgøre risikospredning i investeringsforeningsbegrebets forstand.

En fortolkning af investeringsforeningsbegrebet, som omfatter investeringsenheder, der investerer i ét aktiv, synes heller ikke umiddelbart hverken at tilsidesætte eller udvide den naturlige sproglige forståelse af dette udtryk. En sådan afgrænsning fremgår således ikke af ordlyden af udtrykket ”investeringsforeninger”.

Heroverfor kan dog indvendes, at kravet om at den indskudte formue må investeres ud fra princippet om risikospredning slet ikke fremgår af dette udtryk. Således synes ovenstående argumentation irrelevant, idet udtrykket selvsagt ikke vil indeholde en gradbøjning af et krav, som slet ikke fremgår deraf.

Der kan dog argumenteres for, at en fortolkning af investeringsforeningsbegrebet, som omfatter investeringsenheder, der investerer i ét aktiv, er forenelig med formålet om at sikre moms-systemets neutralitet i relation til valget mellem direkte investering og investering gennem investeringsforeninger, idet antallet af investeringsaktiver ikke synes at have indflydelse herpå. Videre kan der argumenteres for, at en sådan fortolkning er forenelig med princippet om afgiftsneutralitet, idet graden af risikospredning ved investering i en enkelt fast ejendom kan anses for sammenlignelig med graden af risikospredning, som EU-Domstolen anser for tilstrækkelig i Fiscale Eenheid. En enkelt fast ejendom bestående af lejemål i forskellige kategorier og størrelser tilbyder således forskellige typer af lejere, der kan have forskellige indkomstforhold og formål med lejemålet.²¹³

Over for sidstnævnte kan det dog indvendes, at selv når fast ejendom består af flere lejemål, så begrænses graden af risikospredning dog unægteligt i forhold til ved investering i flere investeringsaktiver. Alle lejemål er netop er bundet til den samme faste ejendom. Således vil der i sagens natur være tale om *én* aktivklasse og placering i *ét* geografisk område. Dermed vil alle lejemålene være udsat for mange af de samme risici, eksempelvis problemer med tilførsel af el og vand til den faste ejendom, om ejendommen er beliggende i et område, hvor der er efterspørgsel på lejemål samt heraf følgende værdisætninger i området, mv. På dette grundlag kan der således lige så vel argumenteres for, at graden af risikospredning ved investering i én fast ejendom ikke kan anses for sammenlignelig med den i Fiscale Eenheid. I så fald ville det ikke stride mod princippet om afgiftsneutralitet at udelukke sådanne investeringsenheder fra investeringsforeningsbegrebet.²¹⁴

Som beskrevet i afsnit 4.3 kan fritagelsens formål anses for afgrænset til at sikre neutralitet mellem direkte investering og investeringsenheder, der letter små investorers adgang til investeringsmarkedet. I så fald kunne der i sammenhæng med ovenstående argumenteres for, at en

²¹² Se tilsvarende høringssvar af 7. juli 2021 til udkast til styresignal om investeringsinstitutter og betingelsen om risikospredning ved investering i fast ejendom af FSR

²¹³ Se tilsvarende høringssvar af 7. juli 2021 til udkast til styresignal om investeringsinstitutter og betingelsen om risikospredning ved investering i fast ejendom af FSR

²¹⁴ Se tilsvarende udkast af 9. juni 2021 til styresignal om investeringsinstitutter og betingelsen om risikospredning ved investering i fast ejendom, afsnit 3, hvor Skattestyrelsen tillige anfører, at det faktum at der er flere typer af risici forbundet med et investeringsaktiv ikke medfører, at der investeres ud fra princippet om risikospredning i investeringsforeningsbegrebets forstand

fortolkning af investeringsforeningsbegrebet, der omfatter investeringsenheder, der alene investerer i ét aktiv, ikke er forenelig med formålet med fritagelsen. Således kan risikospredningsbegrebet anses for at være kendetegnet ved en forventning om, at investorerne risiko derved mindskes.²¹⁵ I givet fald kan der argumenteres for, at investering i én fast ejendom, uanset om denne frembyder en grad af risikospredning, ikke indebærer at investorerne risiko mindskes i tilstrækkelig grad til at investeringsenheden bør kunne anses for omfattet af investeringsforeningsbegrebet.

--o0o--

Idet EU-Domstolen kun i ét tilfælde har forholdt sig til, om investeringsrisikoen var tilstrækkeligt spredt, fremstår det vanskeligt at forsøge at udlede, hvilke retningslinjer, der eventuelt kunne gælde for vurderingen af, om en investeringsenhed investerer ud fra princippet om risikospredning i investeringsforeningsbegrebets forstand.

På grundlag af ovenstående synes det dog mest nærliggende, at investering i ét aktiv ikke kan anses for at udgøre en tilstrækkelig grad af risikospredning i investeringsforeningsbegrebets forstand. Således må en investeringsenhed formentlig investere i mere end ét aktiv for at kunne anses for at investere ud fra princippet om risikospredning i relation til investeringsforeningsbegrebet.²¹⁶

UCITS-direktivets investeringsgrænser finder næppe anvendelse ved definitionen af investeringsforeningsbegrebet. Alligevel synes EU-Domstolens faste praksis om at anse UCITS-foreninger som sammenligningsgrundlaget herved at indebære, at princippet om risikospredning i investeringsforeningsbegrebets forstand fordrer investering i mere end ét aktiv.

Der henses ligeledes særligt til, at graden af risikospredning ved investering i et enkelt aktiv ikke synes at være sammenlignelig med graden af risikospredning, som fremgik af Fiscale Eenheid. Dette ses, idet graden af risikospredning i sagens natur begrænses i forhold til flere parametre, når der alene investeres i ét aktiv. Selv i det tilfælde, hvor en fast ejendom er opdelt i lejemål af forskellig karakter, synes graden af risikospredning ikke at være sammenlignelig hermed, idet lejemålenes placering i den samme faste ejendom indebærer, at disse er udsat for de samme risici. Så at sige er alle æggene (lejemålene) således placeret i samme kurv (den faste ejendom).

6 Konklusion

Specialet har forsøgt at definere udvalgte elementer af det momsretlige investeringsforeningsbegreb.

Ovenfor er det således konkluderet, at to investorer formentlig kan anses for ”flere” i relation til investeringsforeningsbegrebet og at det synes mest sandsynligt, at investeringsforeningsbegrebet ikke er kendetegnet ved henvendelse til offentligheden. Således vil en investeringsenhed, der investerer kapital hidrørende fra to eller flere investorer, udøve kollektiv investering i investeringsforeningsbegrebets forstand, uanset om den henvender sig til offentligheden eller ej.

²¹⁵ Se hertil forslag til afgørelse i C-363/05 JP Morgan, pkt. 50

²¹⁶ Se tilsvarende Boy, Ugurcan: Is the VAT Exemption for the Management of Special Investment Funds Applicable on a Purchased Investment Management Service (by Using an IT Platform) if the Service Is a Single Supply and Is Used for the Management of Both SIFs and Non-SIFs? i Finance and Capital Markets (2020), afsnit 1

Det konkluderes ligeledes, at investeringsforeningsbegrebet formentlig ikke er kendetegnet ved henvendelse til ikke-professionelle investorer. Således vil en investeringsenhed, der investerer kapital udelukkende hidrørende fra professionelle investorer, kunne omfattes af investeringsforeningsbegrebet.

Endelig konkluderes det, at det synes mest sandsynligt, at investering i ét aktiv ikke udgør risikospredning i investeringsforeningsbegrebets forstand. Således må en investeringsenhed investere i mere end ét aktiv for at kunne anses for at investere ud fra princippet om risikospredning i relation til investeringsforeningsbegrebet. Heraf følger, at det ikke kan udelukkes, at investering i flere lejligheder i den samme faste ejendom (men ikke hele den faste ejendom) – og altså flere aktiver – ikke vil kunne anses for at udgøre risikospredning i investeringsforeningsbegrebets forstand. Herved illustreres også kompleksiteten af risikospredningsvurderingen, som de mange parametre og deres indbyrdes påvirkning af hinanden medfører.

På grundlag af ovenstående kan det overordnet konkluderes, at det er vanskeligt at komme frem til en klar og entydig definition af investeringsforeningsbegrebet i relation til de behandlede elementer heraf.

Denne vanskelighed udspringer især af usikkerheden omkring de forskellige faktorer, der danner rammerne for fortolkning af investeringsforeningsbegrebet.

Særligt formålet med fritagelsen giver anledning til fortolkningstvivil. Det trækker således i forskellige retninger, om fritagelsens formål om at sikre neutralitet mellem direkte investering og investering gennem investeringsforeninger anses for afgrænset til investeringsenheder, der letter små investorers adgang til investeringsmarkedet eller ej. I så fald synes det nemlig at tilsige, at der er tale om en mere snæver fritagelse. Såfremt formålet ikke anses for afgrænset på denne måde, synes det derimod at tilsige, at der er tale om en relativt bred fritagelse, for at denne neutralitet kan sikres. EU-Domstolens skiftende udtalelser i denne henseende synes at forstærke denne fortolkningstvivil.

Det må konstateres, at vanskeligheden forbundet med at udlede indholdet og rækkevidden af EU-Domstolens afgørelser ligeledes udgør en væsentlig kilde til usikkerhed ved definitionen af investeringsforeningsbegrebet. Dette er eksempelvis særligt tydeligt i C-464/12 ATP PensionService i forhold til, om investeringsforeningsbegrebet er kendetegnet ved henvendelse til offentligheden og i C-595/13 Fiscale Eenheid i forhold til henvendelse til ikke-professionelle investorer. Dertil kommer den meget sparsomme mængde af tilkendegivelser i relation til forståelsen af risikospredningsbegrebet i investeringsforeningsbegrebets forstand.

Det er heller ikke tydeligt fra EU-Domstolens praksis, hvilken betydning udtrykket ”investeringsforeninger” bør tillægges ved fortolkning af investeringsforeningsbegrebet. På den ene side tillægges det betydning, hvilke afgrænsninger der fremgår heraf, og investeringsforeningsbegrebet skal således ikke gives en mere snæver fortolkning end ordlyden af udtrykket giver anledning til. På den anden side indfortolker EU-Domstolen begrænsninger, som netop ikke fremgår af ordlyden af udtrykket, eksempelvis at investeringsforeningsbegrebet er kendetegnet ved investering ud fra princippet om risikospredning.

Sammenligningen med UCITS-foreninger giver ligeledes anledning til fortolkningstvivil. Således fordres der på den ene side sammenlignelighed med disse og på den anden side anføres, at UCITS-direktivet ikke kan medføre en snæver fortolkning af investeringsforeningsbegrebet.

Som det ses ovenfor, er dette eksempelvis svært håndterbart ved vurderingen af, om investeringsforeningsbegrebet er kendetegnet ved henvendelse til ikke-professionelle investorer og om betydningen af UCITS-direktivets investeringsgrænser i relation til risikospredningsbegrebet i investeringsforeningsbegrebets forstand.

Det kan således endeligt konkluderes, at specialets bidrag især består i en understregning af, at investeringsforeningsbegrebet giver anledning til fortolkningsmæssig tvivl og vanskeligheder ved anvendelse af momsfratagelsen. Dette understreges kun yderligere af de mange problemstillinger, som af hensyn til specialets omfang ikke behandles.

Forkortelser

AIF	Alternative investeringsfonde
ESMA	The European Securities and Markets Authority
EUF-traktaten	Traktaten om den Europæiske Unions Funktionsmåde
FAIF	Forvaltere af alternative investeringsfonde
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
UCITS	Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities
VAT	Value added tax

Litteraturfortegnelse

EU-retlige retsfor skrifter

Direktiver

Rådets direktiv 77/388/EØF af 17. maj 1977 om harmonisering af medlemsstaternes lovgivning om omsætningsafgifter (sjette direktiv)

Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter (MiFID I)

Rådets direktiv 2006/112/EF af 28. november 2006 om det fælles merværdiafgiftssystem (momssystemdirektivet)

Rådets direktiv 2009/65/EF af 13. juli 2009 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (UCITS-direktivet)

Rådets direktiv 2011/61/EU af 8. juni 2011 om forvaltere af alternative investeringsfonde (FAIF-direktivet)

Rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter (MiFID II)

Forordninger

Rådets forordning (EU) nr. 1095/2010 af 24. november 2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed

Nationale retsfor skrifter

Lovbekendtgørelse nr. 1021 af 26. september 2019 om merværdiafgift

Afgørelser fra EU-Domstolen

C-8/01, Taksatorringen

C-169/04 Abbey National

C-363/05 JP Morgan

C-242/08 Swiss Re

C-44/11 Deutsche Bank

C-275/11 GfBk

C-424/11 Wheels

C-464/12 ATP PensionService

C-595/13 Fiscale Eenheid

C-231/19 Blackrock

De forenede sager C-58/20 og C-59/20 K og DBKAG

Generaladvokaters forslag til afgørelse

C-169/04 Abbey National

C-363/05 JP Morgan

C-464/12 ATP PensionService

C-595/13 Fiscale Eenheid

Vejledninger og retningslinjer

ESMA: Q&A on the application of the UCITS Directive (16 July 2021), ESMA34-43-392

Justitsministeriet: Vejledning om administrative forskrifter, nr. 9594 af 9. juli 2021

Momsudvalget: Guidelines resulting from the 109th meeting of 1 December 2017, Document B (taxud.c.1(2018)3869725 – 949 – EN)

Momsudvalget: Working Paper No. 936, Scope of the exemption for the management of special investment funds (9 Nov. 2017), taxud.c.1(2017)6168695 – EN

Skattestyrelsen: Den juridiske vejledning 2021-2 D.A.5.11.9.2

Skattestyrelsen: Udkast til styresignal om investeringsinstitutter og betingelsen om risikospredning ved investering i fast ejendom af 9. juni 2021 (vedlagt som bilag)

Bøger

Baldvinsson, Cato; Jørgensen, Claus: Investering og formuepleje, Borgens Forlag, København, 2003

Bergenfelt, Kjeld; Petersen, Michael: Håndbog om beskatning af investeringsforeninger og deres investorer, Karnov Group, København, 2014

Blume, Peter: Juridisk Metodelære, 5. udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, København, 2009

Engsig Sørensen, Karsten; Hartig Danielsen, Jens: EU-retten, 7. udgave, Djøf Forlag, København, 2019

Evald, Jens: Juridisk teori, metode og videnskab, 2. udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, København, 2020

Evald, Jens: Retskilderne og den juridiske metode, 2. udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, København, 2000

Henkow, Oskar: Financial Activities in European VAT, Kluwer Law International, Alphen aan den Rijn, 2008

Munk-Hansen, Carsten: Retsvidenskabsteori, 2. udgave, Djøf Forlag, København, 2018

Pedersen, Jan; Kerzel, Malene; Ferniss, Jane; Hedegaard Eriksen, Claus: Skatteretten 1, 9. udgave, Karnov Group, København, 2021

Ramsdahl Jensen, Dennis: Merværdiafgiftspligten, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, København, 2004

Revsbech, Karsten; Garde, Jens; Albæk Jensen, Jørgen; Friis Jensen, Orla; Bødker Madsen, Helle; Højgaard Mørup, Søren: Forvaltningsret – Almindelige emner, 6. udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, København, 2016

Stensgaard, Henrik: Fradrag for merværdiafgift, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, København, 2004

Strandet Jepsen, Anders: Moms og aktiviteter i forbindelse med værdipapirer, Thomson Reuters, København, 2010

Søndergaard Birkmose, Hanne; Christian Kruhl, Martin: Forvaltere af Alternative Investeringer (FAIF), Karnov Group, København, 2015

Søndergaard Birkmose, Hanne; Christian Kruhl, Martin; Madsen, Liselotte: Investeringsforeningsret, Karnov Group, København, 2012

Thygesen, Jette: Grundlæggende momsretlige principper, 2. udgave, Djøf Forlag, København, 2018

Tvarnø, Christina; Nielsen, Ruth: Retskilder og retsteorier, 6. udgave, Djøf Forlag, København, 2021

van Doesum, Ad; van Kesteren, Herman; Cornielje, Simon; Nellen, Frank: Fundamentals of EU VAT Law, 2. udgave, Kluwer Law International, Alphen aan den Rijn, 2020

Viitala, Tomi: Taxation of Investment Funds in the European Union, IBFD, Amsterdam, 2005

Wegener, Morten: Juridisk metode, 3. udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, København, 2000

Artikler

Boy, Ugurcan; Jouby, Nino: Is the VAT Exemption for the Management of Special Investment Funds Applicable on a Purchased Investment Management Service (by Using an IT Platform) if the Service Is a Single Supply and Is Used for the Management of Both SIFs and Non-SIFs?, Finance and Capital Markets (Volume 22), No. 3, 2020

Fenger, Niels: EU-Domstolens generaladvokat, Juristen, nr. 2, 2014

Glohr, Raphaël; Lambion, Michel: Real Estate Funds: VAT Exemption for Fund Management Services, European Taxation (Volume 57), No. 1, 2017

Morley, John: The Separation of Fund and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation, The Yale Law Journal vol. 123, no. 5, 2014

Ruby Brandt, Helene; Strandet Jepsen, Anders: Momsfritagelsen for forvaltning af investeringsforeninger – udvalgte problemstillinger, bidrag til Kim Egholm Elgaard, Karina; Ramsdahl Jensen, Dennis; Stensgaard, Henrik (red.): Momsloven 50 år – festskrift i anledning af 50 års jubilæet for Danmarks første momslov, Ex Tuto Publishing, København, 2017

Stensgaard, Henrik: Momsfritagelserne – en kritisk analyse af implementering og praksis i Skat Udland (SU 2005, 297)

van Kasteren, Edwin: A Fund Is a Fund or Isn't It? – Some Further Clarification on the VAT Exemption for the Management of Special Investment Funds, Finance and Capital Markets (Volume 21), No. 2, 2019

van Kasteren, Edwin: The VAT Exemption for the Management of Special Investment Funds - A Never Ending Journey?, Finance and Capital Markets (Volume 18), No. 2, 2016

Weber, Dennis; Koeprijanov, Dimitri: Some Thoughts on 'the Management' of 'Special Investment Funds' Following the Entering into Force of the AIFM Directive, EC Tax Review (Volume 27), No. 3, 2018

Online materiale

FSR: Høringssvar til udkast til styresignal om investeringsinstitutter og betingelsen om risikospredning ved investering i fast ejendom af FSR af 7. juli 2021 (sidst tilgået 2. januar 2022)
<https://www.fsr.dk/Files/Files/Dokumenter/Faglig/Skat/Skat/H200-21.pdf>

Plesner: Forlig indgået i ATP-sagen om moms, 20. april 2015 (sidst tilgået 2. januar 2022)
https://www.plesner.com/insights/artikler/2015/04/forlig%20indg%C3%A5et%20i%20atp-sagen%20om%20moms?sc_lang=da-DK

Terra, Ben; Kajus, Julie: Introduction to European VAT, IBFD, 2021 (opdateret per 15. september 2021, sidst tilgået 2. januar 2022)
https://research.ibfd.org/#/doc?url=/linkresolver/static/evdintro_vat_recast

Bilag: Udkast til styresignal om investeringsinstitutter og betingelsen om risikospredning ved investering i fast ejendom af 9. juni 2021

Investeringsinstitutter og betingelsen om risikospredning ved investering i fast ejendom - præcisering af praksis – udkast til styresignal

Ansvarlig Skattestyrelsen
styrelse

1. Baggrund for præcisering af praksis

Styresignalet offentliggøres, da det er konstateret, at der i praksis hersker tvivl om, hvornår ejendomsinvesteringsfonde investerer ud fra princippet om risikospredning og dermed opfylder én af de i alt fem betingelser for momsretligt at blive kvalificeret som en investeringsforening.

I styresignalet præciseres det, at:

- Ejendomsinvesteringsfonde m.v., som alene investerer i én enkelt ejendom, ikke investerer ud fra princippet om risikospredning. Det forhold, at ejendommen eventuelt er opdelt i ejerlejligheder eller at der tillige udlejes parkeringspladser til ejendommens lejere, ændrer ikke herved.
- Der ved vurderingen af, hvorvidt en ejendomsfond investerer ud fra princippet om risikospredning, udelukkende skal henses til de investeringer, som foretages af den enkelte ejendomsfond. Eventuelle investeringer, som foretages af andre selskaber m.v. i samme koncern, kan derimod ikke indgå ved vurderingen.

2. Det retlige grundlag

Momslovens § 4, stk. 1, 1. pkt.

Der betales afgift af varer og ydelser, der leveres mod vederlag her i landet.

Af momslovens § 13, stk. 1, nr. 11, litra f).

Følgende varer og ydelser er fritaget for afgift:

(...)

11) Følgende finansielle aktiviteter:

(...)

f) forvaltning af investeringsforeninger

UCITS-direktivet - Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/65/EF artikel 1, stk. 1 og 2 litra a

Direktiv om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (UCITS-direktivet).

1. Dette direktiv finder anvendelse på institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter), som er etableret på en medlemsstats område.
2. Ved anvendelsen af dette direktiv og med forbehold af artikel 3 forstås ved investeringsinstitut et foretagende:
 - a) Der har som eneste formål at foretage kollektiv investering i værdipapirer eller i andre i artikel 50, stk. 1, nævnte likvide finansielle aktiver af kapital tilvejebragt ved henvendelse til offentligheden, og hvis virksomhed bygger på princippet om risikospredning

UCITS-direktivet - Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/65/EF artikel 52

1. Et investeringsinstitut investerer højst:
 - a) 5 % af sine aktiver i værdipapirer eller pengemarkedsinstrumenter, der er udstedt af samme emittent, eller
 - b) 20 % af sine aktiver i indskud hos den samme enhed.Risikoen for investeringsinstituttets modpart i forbindelse med OTC-derivattransaktioner skal ikke overstige:
 - a) 10 % af dets aktiver, hvis modparten er et kreditinstitut som omhandlet i artikel 50, stk. 1, litra f), eller
 - b) 5 % af dets aktiver i øvrige tilfælde.
2. Medlemsstaterne kan forhøje den i stk. 1, første afsnit, nævnte grænse på 5 % til højst 10 %. I disse tilfælde må den samlede værdi af sådanne værdipapirer og pengemarkedsinstrumenter, som instituttet ligger inde med, hvor et investeringsinstitut investerer i værdipapirer og pengemarkedsinstrumenter fra samme udsteder for mere end 5 % af sine aktiver, imidlertid ikke overstige 40 % af værdien af instituttets aktiver. Denne grænse gælder ikke for indskud i eller OTC-derivattransaktioner med finansielle institutioner, der er underkastet tilsyn.

Uanset de enkelte grænser i stk. 1 kumulerer et investeringsinstitut ikke følgende, hvis det resulterer i, at over 20 % af instituttets aktiver investeres i en enkelt enhed:

- a) investeringer i værdipapirer eller pengemarkedsinstrumenter udstedt af den pågældende enhed
 - b) indskud i den pågældende enhed, eller
 - c) risici i forbindelse med OTC-derivattransaktioner med den pågældende enhed.
3. Medlemsstaterne kan forhøje den i stk. 1, første afsnit, nævnte 5 %-grænse til højst 35 %, når værdipapirerne eller pengemarkedsinstrumenterne er udstedt eller garanteret af en medlemsstat, af dennes lokale offentlige myndigheder, af et tredjeland eller af en international institution af offentlig karakter, som en eller flere medlemsstater deltager i.
4. Medlemsstaterne kan forhøje den i stk. 1, første afsnit, nævnte 5 %-grænse til højst 25 % for visse obligationer, hvis obligationerne udstedes inden den 8. juli 2022 og opfylder de krav, der er omhandlet i dette stykke, der fandt anvendelse på udstedelsesdatoen, eller, hvis obligationerne er omfattet af definitionen af dækkede obligationer, i artikel 3, nr. 1), i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) 2019/2162 (**18**). I tilfælde, hvor et investeringsinstitut investerer mere end 5 % af sine aktiver i de i første afsnit nævnte obligationer, som er udstedt af samme emittent, må den samlede værdi af denne investering ikke overstige 80 % af instituttets aktiver.
5. Der tages ved anvendelsen af den i stk. 2 omhandlede grænse på 40 % ikke hensyn til de i stk. 3 og 4 omhandlede værdipapirer og pengemarkedsinstrumenter.

De i stk. 1 til 4 fastsatte grænser skal ikke kumuleres, og investeringer, der i overensstemmelse med stk. 1 til 4 finder sted i værdipapirer eller pengemarkedsinstrumenter udstedt af samme emittent eller i indskud i eller afledte instrumenter udstedt af denne emittent, må derfor ikke sammenlagt overstige 35 % af investeringsinstitutternes aktiver.

Selskaber inden for samme koncern anses med henblik på konsoliderede regnskaber, som defineret i direktiv 83/349/EØF eller i overensstemmelse med anerkendte internationale regnskabsregler, for at være samme emittent ved beregning af de i denne artikel fastsatte grænser.

Medlemsstaterne kan tillade kumulation af investeringer i værdipapirer og pengemarkedsinstrumenter, der er udstedt af samme koncern, op til en grænse på 20 %.

C-595/13, Fiscale Eenheid X

I dommen fastslog EU-Domstolen, at ved investeringsforeninger i momsdirektivets forstand forstås:

1. Fonde, der udgør institutter for kollektiv investering i værdipapirer, som omhandlet i direktivet om investeringsinstitutter (UCITS-direktivet)
2. Fonde, der - uden at udgøre institutter for kollektiv investering som omhandlet i UCITS-direktivet - fremviser lignende kendetegn som disse og dermed foretager de samme transaktioner, eller i det mindste er sammenlignelige i en sådan grad, at de konkurrerer med dem.

I dommen fortolker EU-Domstolen endvidere på betingelsen om, at ejendomsfonde i lighed med investeringsinstitutter omfattet af UCITS-direktivet skal investere ud fra princippet om risikospredning. EU-Domstolen konstaterer således, at de omhandlede ejendomsinvesteringsfonde investerer ud fra princippet om risikospredning, idet midlerne investeres i forskellige kategorier af fast ejendom, både beboelses- og erhvervsejendomme, og også i forskellige geografiske områder.

Den juridiske vejledning afsnit **D.A.5.11.9.2.**

Det er en betingelse, at investeringsinstituttet investerer ud fra et princip om risikospredning, dvs. i en mere spredt portefølje, for derved at mindske investeringsrisikoen.

EU-Domstolen har i sag C-595/13, Fiscale Eenheid X udtalt, at der vil være tale om risikospredning ved investering i fast ejendom, når formuen investeres i forskellige kategorier af fast ejendom, både beboelses- og erhvervsejendomme, og også i forskellige geografiske områder.

Betingelsen om, at der skal investeres ud fra princippet om risikospredning, vil i forhold til investering i fast ejendom og andre aktiver end værdipapirer blive fortolket efter de samme principper, som er afgørende for, at investeringsforeninger omfattet af UCITS-direktivet anses for at investere ud fra princippet om risikospredning.

3. Praksis

I henhold til momslovens § 4, stk. 1 pålægges der moms på bl.a. tjenesteydelser, som leveres mod vederlag her i landet.

Forvaltningsydelser er dog fritaget for moms, hvis de leveres til juridiske enheder, som opfylder betingelserne for momsretligt at være en investeringsforening, jf. momslovens § 13, stk. 1, nr. 11, litra f.

De juridiske enheder, som momsretligt kvalificeres som investeringer er:

1. Fonde, der udgør institutter for kollektiv investering i værdipapirer omfattet af UCITS- direktivet

2. Fonde, der - uden at udgøre institutter for kollektiv investering omfattet af UCITS-direktivet - fremviser lignende kendetegn som disse og dermed foretager de samme transaktioner, eller i det mindste er sammenlignelige i en sådan grad, at de konkurrerer med dem.

UCITS-direktivet omfatter investeringsinstitutter, der har som eneste formål at foretage kollektiv investering i værdipapirer eller i andre af de i UCITS-direktivets artikel 50, stk. 1 nævnte likvide finansielle aktiver. Juridiske enheder, som investerer i fast ejendom, er derfor ikke være omfattet af UCITS-direktivet.

For at en ejendomsinvesteringsfond kan kvalificeres som en investeringsforening, skal den derfor fremvise lignende kendetegn som UCITS-investeringsinstitutterne eller i det mindste være sammenlignelig i en sådan grad, at den konkurrerer med disse.

Investering ud fra princippet om risikospredning

For at en juridisk enhed er omfattet af UCITS-direktivet, er det et krav, at UCITS-investeringsinstitutterne investerer de indskudte midler ud fra princippet om risikospredning.

For at en ejendomsinvesteringsfond m.v. momsretligt kan kvalificeres som en investeringsforening, er det derfor en betingelse, at ejendomsinvesteringsfonden m.v. i lighed med UCITS-investeringsinstitutterne, investerer ud fra princippet om risikospredning.

Som anført i Den juridiske vejledning afsnit **D.A.5.11.9.2.**, skal der ved fortolkningen af betingelsen henses til de principper, som er afgørende for, at investeringsforeninger omfattet af UCITS-direktivets anses for at investere ud fra principper om risikospredning.

UCITS-direktivet indeholder yderst detaljerede krav i relation til investeringsinstitutters investering af de indskudte midler, jf. UCITS-direktivets kapital VII "Forpligtigelser med hensyn til investeringsinstitutters investeringspolitik".

I henhold til UCITS-direktivet må investeringsinstitutterne således som udgangspunkt maksimalt investere 5% af de indskudte midler i værdipapirer eller pengemarkedsinstrumenter, der er udstedt af samme emittent, eller indskyde maksimalt 20% af sine aktiver i den samme enhed, jf. UCITS-direktivets artikel 52, stk. 1.

Princippet om risikospredning fordrer således, at der investeres i en bredere portefølje af investeringsaktiver fx i aktier i flere forskellige selskaber eller i forskellige typer af værdipapirer.

At der er flere typer af risici forbundet med det enkelte investeringsobjektiv fx konkursrisikoen eller udlejningsrisikoen indebærer derimod ikke, at der investeres ud fra princippet om risikospredning.

Efter principperne i UCITS-direktivet investeres der således ikke ud fra principper om risikospredning, hvis et investeringsinstitut har investeret de indskudte midler i ét aktiv i form af en enkelt ejendom, jf. at det i UCITS-direktivet er fastsat, at kun en vis procentdel af de indskudte midler må investeres i værdipapirer udstedt af samme emittent/indskydes i den samme enhed.

At investering af samtlige midler i én ejendom ikke bevirker, at der investeres ud fra et princip om risikospredning understøttes også af EU-Domstolens afgørelse i sag C-595/13, Fiscale Eenheid X. Ved afgørelsen af, hvorvidt de konkrete fonde investerede ud fra princippet om risikospredning henså EU-Domstolen til, at de omhandlede fonde investerede de indskudte midler i forskellige kategorier af fast ejendom, både beboelses- og erhvervsjendomme, og også i forskellige geografiske områder.

Det forhold, at den pågældende ejendom eventuelt er opdelt i ejerligheder eller at investeringsfonden også udlejer fx parkeringspladser til ejendommens lejere, medfører efter Skattestyrelsens opfattelse ikke, at der investeres ud fra et princip om risikospredning.

Koncernforbundne selskabers investeringer

Skattestyrelsen er bekendt med strukturer, hvor der under en masterfond er placeret flere datter-/projektselskaber, som hver ejer én enkelt ejendom. De enkelte investorer indskyder alene midler i det enkelte datter-/projektselskab og ikke i masterfonden.

Ved vurderingen af, hvorvidt de enkelte datter-/projektselskaber momsretligt kan anses for at være en investeringsforening, skal det derfor vurderes om, det enkelte datter-/projektselskab opfylder betingelserne for momsretligt at være en investeringsforening. Ved vurderingen af, om det enkelte selskab investerer ud fra princippet om risikospredning, kan investeringer foretaget af andre selskaber i samme koncern derfor ikke tillægges betydning.

6. Gyldighed

Der er alene tale om en præcisering af gældende praksis. Præciseringen vil blive indarbejdet i Den juridiske vejledning 2022-1, afsnit **D.A.5.11.9.2.** Efter offentliggørelsen af Den juridiske vejledning 2022-1 bortfalder styresignalet.

