

# Statsstøtteretlig vurdering af PEP-fond VII og parallelfonden

## 1. INDLEDNING OG KONKLUSION

Arbejdsmarkedets Tillægspension ("ATP") har anmodet om vores vurdering af de statsstøtteretlige overvejelser, som fremgår af et notat om "ATP PEP VII – statsstøtteretlige overvejelser" af 21. januar 2021, der er udarbejdet af advokatfirmaet Gorrissen Federspiel (herefter "notatet"). Notatet er efter det oplyste udarbejdet på anmodning fra nogle anonyme tredjeparter.

Anledningen er, at ATP som led i sin forvaltning af ATP-midlerne har etableret et nyt datterselskab ("PEP-fond VII"), der skal foretage investeringer i fonde, og ATP vil i den forbindelse vil give mulighed for, at professionelle investorer (der kan godkendes af ATP) kan investere i en særlig fond, der er knyttet til det nye datterselskab ("parallelfonden"), således at PEP-fond VII og parallelfonden vil blive forvaltet af det samme selskab og vil investere i de samme aktiver pro rata.

Advokatfirmaet Gorrissen Federspiel antager i notatet, at ATP modtager statsstøtte. De antager endvidere, at ATP vil anvende denne statsstøtte til at subsidiere forvaltningen af private investeringer på forskellig vis, herunder ved at tilbyde fordelagtige vilkår til private investorer eller ved at anvende sit "brand image" og sit investeringsteams "track record" til at fordreje konkurrencen overfor andre investeringsvirksomheder.

Det er vores samlede vurdering, at der ikke i notatet er nogen analyser, der giver grundlag for at konkludere, at ATP overhovedet *modtager statsstøtte*, og at der ikke er noget, der indikerer, at ATP gennem konstruktionen med PEP-fond VII og parallelfonden *yder statsstøtte* til ATP's egne fonde eller til tredje-mand. Vi lægger herved særligt vægt på følgende:

- Konstruktionen med parallelfonden er indført af ATP ud fra rent kommercielle overvejelser, da denne konstruktion gennem reduktion af omkostninger for PEP-fond VII og fastholdelse af PEP-teamet samlet set vurderes at ville maksimere ATP's afkast fra PEP-fond VII til fordel for medlemmerne, der ejer ATP-pensionsmidlerne. Dette indikerer, at ATP samlet set handler som en markedsøkonomisk aktør.

- Konstruktionen med PEP-fond VII og parallelfonden er lovlig i henhold til ATP-loven, og lignende konstruktioner ses andre steder i markedet.
- ATP opnår med oprettelsen af parallelfonden at fastholde PEP-teamet til lavere omkostninger, idet PEP-teamet får mulighed for at opnå yderligere afkast på vilkår, som PEP-teamet selv forhandler med de private investorer. Der er således tale om en forhandling mellem uafhængige parter, hvilket indikerer, at de private investorer kommer til at betale markedspris. PEP-teamet har et klart incitament til at maksimere indtjeningen fra aktiviteterne i parallelfonden. Konstruktionen indebærer, at PEP-teamet får mulighed for at tage sig betalt for værdien af et evt. ”brand image” og en ”track record”, mens ATP opnår lavere omkostninger samtidig med, at teamet fastholdes.

Der er derfor efter vores vurdering ikke noget, der indikerer, at ATP yder eller har til hensigt at yde ulovlig statsstøtte til sine helejede datterselskaber eller til private investorer.

Dette uddyber vi i det følgende.

## 2. KORT OM ATP, PEP-FONDENE OG PARALLELFONDEN

ATP er en selvejende institution oprettet ved lov i 1964<sup>1</sup> med følgende oprindelige opgaver: At opkræve pensionsbidrag fra arbejdsgivere og medlemmer, at forvalte den derved tilvejebragte formue og at udbetale tillægspensioner.

ATP-ordningen skal finansielt hvile i sig selv, idet udgifterne såvel til ydelse af pensionerne som til ordningens administration tilvejebringes ved indbetalinger fra medlemmerne og disses arbejdsgivere. Som følge heraf er ordningen etableret som en selvstændig, selvejende institution, og ledelsen er placeret hos den kreds, der tilvejebringer ordningens midler, dvs. de grupper af medlemmer, der bliver berørt af ordningen.<sup>2</sup>

Selvom det ikke er beskrevet eksplicit i lovgrundlaget eller forarbejderne hertil, herunder i ATP-betænkningen, er tillægspensionsordningen organiseret på et eksklusivt grundlag da medlemmerne ikke kan flytte deres midler til andre pensionsforvaltere. Således er ATP reelt tildelt en eneret til at opkræve

---

<sup>1</sup> Lov nr. 46 af 7. marts 1964 om Arbejdsmarkedets Tillægspension. Lovforslaget er baseret på betænkning nr. 341/1963 om Arbejdsmarkedets Tillægspension afgivet af Tillægspensionsudvalget (”ATP-betænkningen”).

<sup>2</sup> ATP-betænkningen, side 42, venstre spalte.

bidrag fra arbejdsgivere og medlemmer, forvalte bidragene (enten internt eller ved at engagere eksterne kapitalforvaltere) og udbetale tillægspensionen til borgerne.<sup>3</sup>

Forvaltningen af ATP-midlerne (fondsansbringelsen) er reguleret i ATP-lovens kapitel 8. Det fremgår af § 26, stk. 1, at ATP skal investere sine aktiver således, at medlemmernes interesser varetages bedst muligt, og at der ved investering af aktiverne skal tilstræbes en opretholdelse af aktivernes realværdi.

ATP har, på linje med andre forsikringsselskaber og LD, hjemmel til at investere i helt eller delvist ejede dattervirksomheder, som har til formål at drive finansiel virksomhed bortset fra forsikringsvirksomhed, jf. ATP-lovens § 26 b, stk. 3. ATP har derudover særskilt hjemmel til at placere aktiverne (ATP-midlerne) i helt eller delvist ejede dattervirksomheder, som har til formål at drive forvaltning af alternative investeringsfonde, jf. ATP-lovens § 26 b, stk. 2, nr. 5.

I 2001 besluttede ATP at etablere en private equity-forretning i et selvstændigt, helejet kommanditselskab (ATP Private Equity Partners K/S – ”ATP PEP”) med et tilhørende managementselskab (Private Equity Advisors ApS – ”managementselskab I”), der gav ATP mulighed for at udforme egen investeringsstrategi og forvalte egne investeringer i private equity-markedet. Dette tiltag gav ATP mulighed for at have lavere investeringsomkostninger sammenlignet med en ordning, hvor forvaltningen af ATP-midlerne blev varetaget af en ekstern forvalter.

Aflønningen af investeringsteamet (”PEP-teamet”) kan isoleret set forekomme at være på et lavere niveau end markedet (eksterne forvaltere). Det er imidlertid ifølge ATP ikke tilfældet, når man anskuer aflønningen af PEP-teamet i dens kontekst:

- Vilkårene blev fastsat i begyndelsen, inden teamet havde fungeret sammen som team, og således også inden de havde etableret en ”track record”.
- Som eneste investor/arbejdsgiver har ATP en styrkeposition i forhandlingerne med teamet, som naturligvis er udnyttet til fordel for ATP’s medlemmer i relation til hver enkelt fond.
- PEP-teamet har ikke brug for mandskab til løbende fundraising – ligesom de ikke får nogen risiko-præmie for usikkerheden relateret til, om der kan rejses fremtidige fonde.

Disse forhold betyder, at PEP-teamet er villigt til at tilbyde dets ydelser til ATP til en lavere pris, end hvis ATP skulle købe forvaltningsydelser på markedet. Dette er dog konkret begrundet i den lavere risiko, teamet er pålagt. Tilsvarende må antages at gælde for andre forvaltere der har en ”sikker” primær investor, så som investeringsteams for store pensionsselskaber mv. Der er således ikke noget, der indikerer,

---

<sup>3</sup> §§ 2 og 26 samt kapitel 3 i lov om Arbejdsmarkedets Tillægspension, LBK nr. 1110 af 10/10/2014, med senere ændringer (”ATP-loven”).

at investeringsteamet ikke aflønnes på markedsvilkår, når ATP sammenlignes med en sammenlignelig investor. Se også nedenfor om bestanddelene i PEP-teamets aflønning.

ATP har siden 2003 oprettet en række underliggende kommanditselskaber (også betegnet "fonde") med forskellige størrelser og investeringstilsagn fra ATP. Fondene har generelt leveret et samlet afkast, der er bedre end sammenlignelige private equity-fonde. Det skyldes efter det oplyste både de valgte investeringers kvalitet og det lave omkostningsniveau.

ATP har i dag otte Private Equity-fonde (PEP-fond 0-VII), der er placeret under ATP PEP. Disse fonde foretager investeringer i fonde med henblik på at skaffe et afkast af de investerede ATP-midler. Managementselskab I administrerer PEP-fond 0-VI.

PEP-fond VII blev oprettet i oktober 2020 med et investeringstilsagn fra ATP på DKK 6 mia. Det er planlagt, at PEP-fond VII skal have mulighed for at etablere en såkaldt "parallelfond", hvor professionelle investorer skal kunne foretage investeringer. Der er oprettet et managementselskab II<sup>4</sup> til at administrere PEP-fond VII og parallelfonden. Managementselskab II er registreret hos Finanstilsynet som forvalter af alternative investeringsfonde (FAIF-registrering).<sup>5</sup>

PEP-fondene og parallelfonden betaler et management fee til managementselskaberne for de modtagne ydelser. PEP-teamet er ansat i begge i managementselskaber.

PEP-teamet modtager en grundløn. Derudover skal teamet selv investere og modtager såkaldt "carry" (carried interest), dvs. en særskilt honorering knyttet til afkastet af de foretagne investeringer i fondene. Denne form for incitamentsbaseret aflønning er sædvanlig for partnere i kapitalfonde.

Carry udgøres normalt af en procentuel andel af det samlede afkast og afhænger af risikoprofilen for investeringerne. Carry kan dog være knyttet op på forskellige betingelser, f.eks. en særskilt hurdle-rate (minimumsafkast til investorerne) eller tidspunktet for modtagelsen af et nærmere defineret afkast. Det er efter det oplyste ikke sædvanligt, at der anvendes et nominelt maksimumbeløb for carry (et beløbsmæssigt "cap"), men det afhænger af forhandlingstyrken mellem investorerne på den ene side og partnerne på den anden side.

ATP har oplyst, at en carry-pakke til PEP-teamet er nødvendig for at fastholde teamet. Efter forhandlinger med PEP-teamet har ATP imidlertid fået teamet til at acceptere en samlet carry-pakke med et nominelt maksimumbeløb for carry, bl.a. fordi PEP-teamet samtidig får mulighed for at forvalte parallelfonden

---

<sup>4</sup> Private Equity Advisors AIFM ApS.

<sup>5</sup> Jf. lov om forvaltere af alternative investeringsfonde mv., LBK nr. 1047 af 14/10/2019.

og derved forbedre teamets samlede carry (idet de forventes at kunne optjene carry fra parallelfonden også).

I PEP-fond VII er carry for partnerne i PEP-teamet således begrænset til et nominelt beløb.<sup>6</sup> Denne begrænsning er efter det af ATP oplyste isoleret set under niveauet for den samlede carry, som et investeringsteam ville kunne opnå i en privat kapitalfond af tilsvarende størrelse, art og geografisk lokation, af de årsager, der er beskrevet ovenfor.

Med oprettelsen af parallelfonden vil ATP's investeringsomkostninger for PEP-fond VII kunne nedbringes. PEP-fond VII og parallelfonden vil foretage de samme investeringer med bistand fra det samme PEP-team, og investeringsomkostningerne skal efter det oplyste deles forholdsmæssigt mellem henholdsvis PEP-fond VII og parallelfonden.

PEP-teamet kan via ansættelsen i managementselskab II få adgang til en større carry, idet teamet vil kunne forhandle vilkår med de private investorer i parallelfonden. ATP har dog betinget sig, at den samlede carry-pakke, som PEP-teamet kan få adgang til via aftale med parallelfonden, også begrænses til et nominelt beløb.

Ved at etablere parallelfonden vil ATP således dels kunne nedbringe investeringsomkostningerne (ved at dele dem med parallelfonden) og dels fastholde PEP-teamet, idet teamet får adgang til en bedre carry-pakke via de øvrige investorers investeringer. ATP har oplyst, at denne konstruktion samlet set vurderes at ville bidrage til den bedst mulige forrentning af ATP-midlerne, som ATP i henhold til loven skal tilsikre.

Der er efter det oplyste indgået en principaftale mellem ATP og PEP-teamet om etableringen af parallelfonden. ATP har oplyst, at der endnu ikke er foretaget udvælgelse af de investorer, der måtte være interesserede i at deltage i parallelfonden. Valg af investorer vil ske på baggrund af interessetilkendelser og efterfølgende forhandlinger, og det er managementselskab II (PEP-teamet), der udvælger investorerne. ATP vil dog have vetoret med henblik på at udelukke investorer, der ikke måtte opfylde ATP's krav vedrørende f.eks. skattepolitik, ESG-politik, krav til ansvarlige investeringer mv. Der vil ligeledes skulle aftales vilkår med de private investorer. Vilkårene foreligger endnu ikke, men skal forhandles mellem PEP-teamet i managementselskab II og de private investorer, og de vil skulle godkendes af ATP med henblik på at sikre, at de flugter med den overordnede struktur og ATP-loven i øvrigt.<sup>7</sup>

---

<sup>6</sup> Vi har ikke indsigt i de konkrete vilkår for carry.

<sup>7</sup> Vi har ikke set principaftalen eller de påtænkte vilkår for parallelfonden. De anførte oplysninger er således baseret på oplysninger modtaget fra ATP.

Parallelfonden skal kunne modtage investeringstilsagn på op til 99 % af ATP's kapitaltilsagn til PEP-fond VII, dvs. 99 % af DKK 6 mia., og foretage investeringer side om side med investeringer foretaget af PEP-fond VII. ATP har i den forbindelse oplyst, at størrelsen af parallelfonden vil være afhængig af PEP-teamets vurdering af mulighederne for at finde egnede investeringsmuligheder, og at det derfor ikke er sikkert, at rammen vil blive fuldt udnyttet.

ATP har oplyst, at kun de øvrige investorer vil foretage investeringer i parallelfonden, og at der ikke vil være betalingsstrømme mellem hverken PEP-fond VII og parallelfonden eller mellem ATP's managementselskab I og managementselskab II.

Det bemærkes, at andre pensionsselskaber også har etableret private equity-fonde med en struktur, der ligner strukturen for ATP's PEP-fonde. Eksempelvis har PKA etableret Institutional Investment Partners Denmark ("IIP"), der har en række underliggende fonde, f.eks. PKA Private Funds IV, hvor institutionelle investorer kan foretage investeringer sammen med PKA. Der foreligger ikke offentligt tilgængelige oplysninger om størrelsen af management fees, carry-programmer mv. for disse fonde.

### 3. BEMÆRKNINGER TIL GORRISSEN FEDERSPIELS NOTAT

Notatet fra Gorrissen Federspiel hævder grundlæggende,

- at de private investorer i parallelfonden opnår vilkår, der er mere fordelagtige end markedsvilkår,
- at dette finansieres ved krydssubsidiering med statsmidler, som ATP modtager, og
- at dette indebærer en konkurrencefordrejning i forhold til andre investeringsvirksomheder.

Der er således to hovedsynspunkter i notatet: For det første, at ATP får statsstøtte (afsnit 3.2), og for det andet, at ATP udnytter dette ved at yde statsstøtte til sine egne aktiviteter og/eller til private investorer (afsnit 3.3).

#### 3.1 Generelt om EU-statsstøttebegrebet og statsstøtteanalysen i notatet

EUF-traktatens artikel 107, stk. 1, indeholder et grundlæggende forbud mod statsstøtte, der har følgende ordlyd:

*"Bortset fra de i traktaterne hjemlede undtagelser er statsstøtte eller støtte, som ydes ved hjælp af statsmidler under enhver tænkelig form, og som fordrejer eller truer med at fordreje konkurrencevilkårene ved at begunstige visse virksomheder eller visse produktioner, uforenelige med det indre marked, i det omfang den påvirker samhandelen mellem medlemsstaterne."*

Bestemmelsen indeholder en række kumulative betingelser, der alle skal være opfyldt, for at der er tale om statsstøtte. Betingelserne kan i overensstemmelse med retspraksis og kommissionspraksis opdeles på følgende måde:

1. Støtten skal kunne tilregnes staten og være ydet af staten eller ved hjælp af statsmidler,
2. Modtageren af støtten skal være en virksomhed ("økonomisk aktivitet"),
3. Støtten skal udgøre en økonomisk fordel,
4. Støtten skal være selektiv, og
5. Støtten skal være egnet til at fordreje konkurrencen og påvirke samhandlen i EU.

Før det kan vurderes, om ATP modtager eller yder statsstøtte i forbindelse med oprettelsen af parallelfonden, vil der således skulle foretages en systematisk analyse af, om samtlige betingelser er opfyldt for de kritiserede investeringsaktiviteter. Er blot én af betingelserne ikke opfyldt, er der ikke tale om statsstøtte.

Det er vores vurdering, at notatet ikke indeholder en sådan fuldstændig statsstøtteanalyse for så vidt angår de aktiviteter, der rejses kritik af.

### **3.2 Får ATP statsstøtte i form af ATP-pensionsindbetalinger, eneret, "brand image" mv.?**

I notatet er det forudsat, at ATP modtager statsstøtte i form af:

- de midler, som medlemmerne er forpligtet til at indbetale til ordningen (ATP-pensionsmidlerne), og
- den eneret til forvaltning af midlerne, som har gjort det muligt for ATP at oparbejde sit "brand image" og en "track record" for investeringsteamet, der vil tiltrække private investeringer til parallelfonden.

Notatet undersøger imidlertid ikke, om **ATP-pensionsmidlerne** udgør statsmidler (betingelse nr. 1 ovenfor).<sup>8</sup> Statsmidler er midler, som staten har kontrol over og kan disponere over.<sup>9</sup> Uden at foretage en analyse af, om staten har kontrol over ATP-pensionsmidlerne, kan det ikke konkluderes, at ATP får statsstøtte i kraft af disse lovbundne indbetalinger. Efter vores umiddelbare vurdering udgør ATP-pensionsmidlerne ikke statsmidler.

Notatet undersøger endvidere ikke, i hvilket omfang ATP udøver ”virksomhed” i statsstøtteretlig forstand (betingelse nr. 2 ovenfor). En foranstaltning udgør kun statsstøtte, hvis den er til fordel for en ”virksomhed”, jf. ovenfor. Af fast retspraksis følger, at begrebet ”virksomhed” er funktionelt og består i udøvelse af økonomisk aktivitet,<sup>10</sup> uanset enhedens retlige status og dens finansieringsmåde,<sup>11</sup> og at en økonomisk aktivitet består i at udbyde varer eller tjenesteydelser på et marked.<sup>12</sup>

I modsætning hertil kan ikke-økonomiske aktiviteter eller aktiviteter, der består i udøvelse af offentlig myndighed, ikke modtage statsstøtte i artikel 107, stk. 1, TEUF’s forstand.<sup>13</sup>

Vi har ikke selv foretaget en sådan tilbundsgående analyse af ATP’s aktiviteter. Det er dog vores umiddelbare vurdering, at den del af ATP’s aktivitet, der består i opkrævning og udbetaling af ATP-pensionsmidler, hvis denne bedømmes særskilt, ikke er en økonomisk aktivitet og allerede derfor slet ikke er omfattet af EU’s statsstøtteregler.<sup>14</sup> Uden at foretage en analyse af, om ATP’s forvaltningsaktiviteter, herunder oprettelsen af PEP Fond VII og parallelfonden, er økonomiske aktiviteter, og om netop disse aktiviteter modtager en økonomisk fordel med statsmidler, kan det ikke konkluderes, at disse aktiviteter modtager statsstøtte.

I den forbindelse bemærkes, at der ikke i hidtidig retspraksis og kommissionspraksis er noget, der indikerer, at det skulle indebære ulovlig statsstøtte, når den samme enhed, der forestår opkrævningen og

---

<sup>8</sup> C-379/98, PreussenElektra, EU:C:2001:160.

<sup>9</sup> F.eks. C-345/02, Pearle, EU:C:2004:448 og C-405/16 P, Tyskland mod Kommissionen, EU:C:2019:268, præmis 73 ff.

<sup>10</sup> Afsnit 2 i Kommissionens meddelelse om begrebet statsstøtte i artikel 107, stk. 1, i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde, EUT 2016 C 262/1 (Statsstøttebegrebsmeddelelsen).

<sup>11</sup> C-41/90, Höfner, EU:C:1991:161, præmis 21.

<sup>12</sup> Sag 118/85, Italien mod Kommissionen, EU:C:1987:283, præmis 7.

<sup>13</sup> C-262 og 271/18 P, Kommissionen mod Dôvera zdravotná poisťovňa, EU:C:2020:450, præmis 30-35 og referencerne deri, C-364/92, SAT Fluggesellschaft mod Eurocontrol, præmis 43, C-343/95, Diego Cali & Figli, EU:C:1997:160, præmis 16, 19 og 23, C-138/11 Compass-Datenbank, EU:C:2012:449, præmis 36.

<sup>14</sup> Jf. den særlige praksis EU-Domstolen har i forhold til enheder, der administrerer sociale sikringsordninger, herunder pensionsordninger og lignende, se hertil C-262 og 271/18 P, Kommissionen mod Dôvera zdravotná poisťovňa, EU:C:2020:450, præmis 26-35 og referencerne deri.



udbetalingen af pensionsmidler, får til opgave at forvalte pensionsformuen på den for pensions-indbeta-  
lerne økonomisk mest fordelagtige måde.<sup>15</sup> Det er tværtimod vores umiddelbare vurdering, at i det om-  
fang denne forvaltningsaktivitet – herunder oprettelsen af PEP Fond VII og parallelfonden – kan anses  
for at være en særskilt økonomisk aktivitet, så er statsstøttereglerne ikke til hinder for, at enheden for-  
valter de opkrævede midler markedsmæssigt med henblik på at sikre det bedst mulige afkast.

I notatet forudsættes det endvidere, at ATP's "brand image" og investeringsteamets "track record" er et  
resultat af ATP's eneret til at administrere pensionsmidlerne, og at denne eneret indebærer en overførsel  
af statsmidler og en økonomisk fordel i statsstøtteretlig forstand til ATP. Det er imidlertid heller ikke her  
overvejet, om de ovennævnte fem kumulative betingelser er opfyldt.

Af retspraksis følger, at statens tildeling af en eneret efter omstændighederne kan indebære statsstøtte  
til rettighedshaveren, hvis staten i forbindelse med tildelingen af en opgave giver afkald på statslige  
midler (betingelse nr. 1 ovenfor),<sup>16</sup> og dette udgør en selvstændig fordel for ATP (betingelse nr. 3 ovenfor).  
Der er efter vores vurdering ikke belæg for at konkludere, at staten ved tildelingen til ATP af eneretten  
til at opkræve, forvalte og udbetale ATP-midlerne har givet afkald på statsmidler.

Der henvises i notatet i denne sammenhæng til Mediaset-dommen, som dog vedrører en ganske anden  
situation.<sup>17</sup> Som vi forstår det, anvender ATP den ekspertise og det brand, der er opbygget ved forvalt-  
ningen af ATP-pensionsmidlerne, til at forhandle vilkår for PEP-teamet og vilkår for eventuelle private  
medinvestorer, der er fordelagtige for ATP, og som derfor i sidste ende sikrer et bedre afkast for ATP's  
medlemmer. Dette indikerer, at en værdi af et eventuel "brand image" og en tidligere "track record" ind-  
drages i ATP's generelle forhandling om investeringsvilkår/ansættelsesvilkår og i PEP-teamets forhand-  
linger om vilkår med de private med-investorer, således at ATP samlet set sikrer sig de lavest mulige  
omkostninger og bedst mulige investeringsafkast på ATP-pensionsmidlerne.<sup>18</sup>

---

<sup>15</sup> C-262 og 271/18 P, Kommissionen mod Dóvera zdravotná poisťovňa, EU:C:2020:450, præmis 43.

<sup>16</sup> C-390/98, Banks, EU:C:2001:456, præmis 44, herunder fordi eneretten er tildelt en selvejende institution og ikke har været  
konkurrenceudsat, jf. C-25-26/14, UNIS, EU:C:2015:821, præmis 32-39. Enerettens værdi kan dog også anses for at udgøre kom-  
pensation for leveringen af offentlige tjenester, f.eks. C-320/91, Corbeau, EU:C:1993:198, C-209/98, Sydhavnens Sten & Grus,  
EU:C:2000:279, eller C-475/99, Ambulanz Glöckner, EU:C:2001:577.

<sup>17</sup> C-403/10 P, Mediaset mod Kommissionen, EU:C:2011:533. I den sag gav staten, som led i en omfattende digitalisering af tv-  
signalerne, økonomisk støtte til forbrugere, der købte dekodere til digital-tv baseret på bestemte teknologier. EU-Domstolen aner-  
kendte, at en del af den fordel, udbydere af disse bestemte teknologier derved (uden modydelse) havde opnået i forhold til nye  
konkurrenter, var et styrket brand.

<sup>18</sup> Se hertil T-613/97, Chronopost, EU:T:2006: 155, præmis 177, hvor et datterselskab købte logistisk og forretningsmæssig bistand  
af det franske statsligt ejede postvæsen, La Poste. Et af klagepunkterne var, at datterselskabet ikke havde betalt for værdien af  
det brand image, datterselskabet fik, ved at dets ydelser blev promoveret af La Poste, og ved at benytte La Poste som "underleve-  
randør". Klageren fremhævede – på samme måde som det gøres i notatet – at den økonomiske værdi af La Postes image udgjorde

Endvidere henvises i notatet i denne sammenhæng til et høringssvar fra Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen (KFST) i forbindelse med et lovforslag om ændring af ATP-loven i 2011.<sup>19</sup> I notatet udelades omtale af, at KFST meget klart angiver, at lovforslaget hverken gav anledning til statsstøtteretlige spørgsmål eller til betænkeligheder i forhold til overholdelse af konkurrencereglerne.

Selv hvis det antages, at staten har givet afkald på midler ved tildelingen af eneretten til ATP, dvs. at staten har ydet en økonomisk fordel til ATP, fordi staten ikke opkræver betaling for ATP's opgave med at forvalte ATP-pensionsmidlerne, så er der intet, der tyder på, at denne økonomiske fordel er ydet til ATP's eventuelle økonomiske aktiviteter, jf. nedenfor. En eventuel fordel som følge af eneretten synes snarere at komme ATP's medlemmer til gode i form af sparede omkostninger forbundet med forvaltningsaktiviteten.

### **3.3 Yder ATP statsstøtte til parallelfonden, managementselskab II, eller private med-investorer?**

Det er endvidere forudsat i notatet, at den påståede statsstøtte, som ATP modtager, kanaliseres videre ned i ATP's PEP-fonde, herunder parallelfonden, til managementselskab II og til private med-investorer i parallelfonden.

Som vi forstår synspunktet i notatet, synes det at føre til, at alle ATP's forvaltningsaktiviteter, herunder alle otte PEP-fonde, principielt får en fordel af eneretten, hvis selve eneretten indebærer et afkald på statsmidler (en økonomisk fordel), som ATP så kan anvende til at subsidiere sine økonomiske aktiviteter (forvaltningen af ATP-midlerne) og evt. private med-investorer.

Der er imidlertid intet, der underbygger en sådan vidtgående konklusion.

Som nævnt overfor, vil en sådan konklusion kræve en systematisk statsstøtteanalyse af ATP's aktiviteter i lyset af statsstøttebegrebet. I den forbindelse vil det navnlig skulle analyseres, (1) hvilke af ATP's aktiviteter der er økonomiske, og hvilke der er ikke-økonomiske, (2) om ATP's økonomiske aktiviteter får overført statsmidler på mere fordelagtige vilkår end markedsvilkår, (3) om fordelene kanaliseres videre til private medinvestorer, og (4) om en sådan overførsel kan tilregnes staten.

---

en stor konkurrencemæssig fordel for datterselskabet, som kunne være afgørende for at erobre et marked. I La Poste-dommen fastslog Retten imidlertid, at brugen af La Postes image var et resultat af ydelsen af La Postes logistiske og forretningsmæssige bistand og udgjorde et accessorisk element hertil. Rettens dom blev på dette punkt stadfæstet af EU-Domstolen, C-341-341/06 P, Chronopost, EU:C:2007:220, præmis 137-138.

<sup>19</sup> Forslag til Lov om ændring af lov om Arbejdsmarkedets Tillægspension, lov om Lønmodtagernes Dyrtidsfond og forskellige skateloove, L188 fremsat 6. april 2011 af beskæftigelsesministeren.

Såfremt ATP-pensionsmidlerne forvaltes markedsmæssigt med henblik på at opnå markedsmæssige afkast af formuen, er det vanskeligt at se, hvorledes der skulle opstå ulovlig krydssubsidiering mellem ikke-økonomiske aktiviteter (opkrævningsopgaven, jf. ovenfor i afsnit 3.2) og eventuelle økonomiske aktiviteter (visse dele af forvaltningsaktiviteterne).

I den forbindelse bemærkes, at det følger af fast retspraksis, at det ved bedømmelsen af, om ATP handler markedsmæssigt i forbindelse med forvaltningen af ATP-pensionsmidlerne, skal vurderes, om en hypotetisk privat markedsaktør af sammenlignelig størrelse, som handler på normale markedsvilkår i en markedsøkonomi, under samme omstændigheder som ATP, ville acceptere de vilkår, som ATP foretager investeringer på (det markedsøkonomiske aktør-princip).<sup>20</sup> Endvidere følger det af fast retspraksis, at vurderingen af, om konkrete tiltag foretages i overensstemmelse med det markedsøkonomiske aktør-princip og dermed ikke indebærer en statsstøtteretlig fordel, er en helhedsvurdering, der inddrager alle relevante elementer forbundet med dispositionen.<sup>21</sup> Der er mange måder at handle markedsmæssigt på, og der er ikke noget, der indikerer, at ATP ikke samlet set handler som en sammenlignelig markedsøkonomisk kapitalforvalter, når ATP forvalter ATP-pensionsmidlerne. Der er heller ikke noget, der indikerer, at ATP i forbindelse med oprettelse og forvaltningen af PEP-fondene, herunder PEP Fond VII og parallelfonden, ikke som enhver anden markedsøkonomisk aktør samlet set søger at maksimere det samlede afkast på ATP-pensionsmidlerne.

Det bemærkes særligt, at det er i overensstemmelse med det markedsøkonomiske aktør-princip, at en enhed som ATP tager hensyn til sit omdømme, når ATP investerer. EU-Domstolen har således anerkendt, at beskyttelsen af en medlemsstats (her ATP's) omdømme som global investor i en markedsøkonomi under særlige omstændigheder kan udgøre et hensyn, som godtgør den langsigtede økonomiske rationalitet i at dække yderligere udgifter, kræve lavere afkast mv.<sup>22</sup>

ATP's investeringer i private equity foretages med krav til ESG, skat, ansvarlige investeringer mv., ligesom det er tilfældet for visse andre store investorer. En sådan investeringsprofil er ikke til hinder for, at ATP handler markedsmæssigt.

Som vi forstår det, har ATP søgt at reducere aflønningen af sit investeringsteam inden for private equity (PEP-teamet) dels for at minimere ATP's samlede omkostninger og derved optimere afkastet, dels af

---

<sup>20</sup> Afsnit 4.2 i statsstøttebegrebsmeddelelsen. Af nyere praksis kan henvises til f.eks. C-24/18 P, Larko, EU:C:2020:238, præmis 28 og referencerne deri.

<sup>21</sup> T-29 og 30/10, Nederlandene og ING Groep mod Kommissionen, EU:T:2012:98, præmis 110-111. Dommen blev opretholdt af EU-Domstolen ved C-224/12 P, Kommissionen mod Nederlandene og ING Groep, EU:C:2014:213.

<sup>22</sup> C-533 og 536/12 P SNCM, EU:C:2014:2142, præmis 40.

hensyn til ATP's omdømme som ansvarlig investor. Sådanne overvejelser er, ligesom tilsvarende overvejelser om direktionslønninger i de virksomheder, hvori ATP investerer, ikke uforenelige med, at ATP forvalter ATP-midlerne som en sammenlignelig markedsøkonomisk aktør. I den forbindelse bemærkes, at flere private investorer ligeledes har fokus på rimelig direktionsaf lønning mv., der er afledt af aktionærrettighedsdirektivets bestemmelser om "a say on pay".

Der er derudover ikke noget, der tyder på, at managementselskab II får en fordel overført fra ATP. Managementselskab II modtager betaling for dækning af sine omkostninger ved det management fee, som PEP-fond VII og parallelfonden skal betale. Managementselskab II køber visse ydelser af ATP (under 10 % af selskabets omkostninger). Disse ydelser afregnes til kostpris, jf. principperne i bekendtgørelse om koncerninterne transaktioner,<sup>23</sup> som gælder for alle finansielle virksomheder og således ikke udgør en statsstøtteretlig fordel.<sup>24</sup>

Afslutningsvis bemærkes, at det i notatet anføres, at det vil kræve en nærmere undersøgelse af vilkårene for forvaltningen af private investeringer for at fastslå, om de private med-investorer tildeles statsstøtte, fordi de tilbydes særligt fordelagtige vilkår ved investeringer i parallelfonden.

Vi er enige i denne vurdering. Vi er imidlertid ikke blevet forelagt noget, der tyder på, at en sådan undersøgelse ikke ville konkludere, at parallelfonden vil fungere på markedsvilkår, og at dette også gælder omkostningerne til managementselskabet (PEP-teamet) og øvrige vilkår, der aftales mellem de enkelte eksterne professionelle investorer og managementselskabet.

Når parallelfonden er oprettet på grundlag af en business case, der viser, at fonden vil bidrage til at reducere ATP's omkostningsbase og dermed optimere ATP's afkast, og når ATP's investeringer samlet set foretages på markedsvilkår med henblik på at optimere ATP-pensionsmidlerne, er der intet, der indikerer, at parallelfonden, managementselskab II eller de private investorer, der investerer i parallelfonden, opnår en økonomisk fordel i statsstøtteretlig forstand.



Rass Holdgaard  
Partner, Advokat (H)

---

<sup>23</sup> § 4, stk. 2, BEK nr. 792 af 10/07/2004.

<sup>24</sup> Det der fremgår af KFST's høringssvar, jf. ovenfor, om udfordringen ved at fastlægge "markedsbaserede vilkår" for administrationsydelser, er således ikke relevante ifht PEP-fond VII og parallelfonden.