

Bruxelles, den 18. november 2025
(OR. en)

15550/25

EF 375
ECOFIN 1532
DELECT 174

FØLGESKRIVELSE

fra: Martine DEPREZ, direktør, på vegne af generalsekretæren for Europa-Kommissionen

modtaget: 17. november 2025

til: Thérèse BLANCHET, generalsekretær for Rådet for Den Europæiske Union

Komm. dok. nr.: C(2025) 7643 final

Vedr.: KOMMISSIONENS DELEGEREDE FORORDNING (EU) .../... af 17.11.2025 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder vedrørende præcisering af kendetegnene ved likviditetsstyringsværktøjer

Hermed følger til delegationerne dokument C(2025) 7643 final.

Bilag: C(2025) 7643 final

Bruxelles, den 17.11.2025
C(2025) 7643 final

KOMMISSIONENS DELEGEREDE FORORDNING (EU) .../...

af 17.11.2025

om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder vedrørende præcisering af kendetegnene ved likviditetsstyringsværktøjer

(EØS-relevant tekst)

BEGRUNDELSE

1. BAGGRUND FOR DEN DELEGEREDE RETSAKT

Der er ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU af 8. juni 2011 om forvaltere af alternative investeringsfonde (FAIF-direktivet) fastsat harmoniserede lovgivningsmæssige rammer for godkendelse, drift og markedsføring af alternative investeringsfonde (AIF'er) i Den Europæiske Union. Ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) 2024/927 af 13. marts 2024 blev der indarbejdet visse ændringer i FAIF-direktivet med det formål at øge gennemsigtigheden i relation til delegeringsaftaler, harmonisere tilgængeligheden og anvendelsen af likviditetsstyringsværktøjer og forbedre rammen for indberetning med henblik på tilsyn.

Likviditetsstyringsværktøjer gør det muligt for forvaltere af åbne AIF'er bedre at forvalte likviditeten i de AIF'er, de forvalter, håndtere indløsningspres under stressede markedsvilkår og beskytte investorernes interesser. Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB), Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA), Rådet for Finansiell Stabilitet (FSB) og Den Internationale Børstilsynsorganisation (IOSCO) har anbefalet at harmonisere reglerne om åbne fondes anvendelse af likviditetsstyringsværktøjer.

Ved direktiv (EU) 2024/927 er der indført et harmoniseret regelsæt om FAIF'ers adgang til og anvendelse af likviditetsstyringsværktøjer med henblik på at øge modstandsdygtigheden hos de AIF'er, de forvalter, over for situationer med markedsstress og indløsningspres og begrænse divergerende national praksis for anvendelse af likviditetsstyringsværktøjer til et minimum. Der er i den forbindelse opstillet en harmoniseret liste over likviditetsstyringsværktøjer i bilag V til direktiv 2011/61/EU, og de nye regler foreskriver, at FAIF'er – for hver åben AIF, de forvalter – skal vælge mindst to passende likviditetsstyringsværktøjer fra denne liste til eventuel anvendelse i investorernes interesse. De nye regler vil finde anvendelse fra den 16. april 2026.

Ved artikel 16, stk. 2g, i direktiv 2011/61/EU, som ændret ved direktiv (EU) 2024/927, pålægges ESMA senest den 16. april 2025 at udarbejde udkast til reguleringsmæssige tekniske standarder med henblik på at definere og nærmere præcisere kendetegnene ved de i bilag V til direktiv 2011/61/EU angivne likviditetsstyringsværktøjer.

Ved artikel 16, stk. 5, i direktiv 2011/61/EU, som ændret ved direktiv (EU) 2024/927, tillægges Kommissionen beføjelse til at vedtage disse reguleringsmæssige tekniske standarder ved hjælp af en delegeret retsakt. Ved denne delegerede forordning vedtages de reguleringsmæssige tekniske standarder, der er udarbejdet af ESMA og forelagt Kommissionen i henhold til artikel 10 i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1095/2010¹. Denne delegerede forordning supplerer direktiv 2011/61/EU ved nærmere at præcisere kendetegnene ved følgende likviditetsstyringsværktøjer: udsættelse af tegning, tilbagekøb og indløsning, indløsningsgates, forlængelse af opsigelsesfrister, indløsningsgebyrer, swing pricing, dual pricing, anti-dilution-opkrævning, indløsning i naturalier og side pockets.

ESMA har ved udarbejdelsen af dette udkast til reguleringsmæssige tekniske standarder taget hensyn til forskelligartetheden i AIF'ers investeringsstrategier og underliggende aktiver. Denne forordning bør ikke begrænse FAIF'ers muligheder for at anvende ethvert relevant likviditetsstyringsværktøj på alle aktivklasser, jurisdiktioner og markedsvilkår.

¹ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1095/2010 af 24. november 2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed), om ændring af afgørelse nr. 716/2009/EF og om ophævelse af Kommissionens afgørelse 2009/77/EF (EUT L 331 af 15.12.2010, s. 84).

2. HØRINGER FORUD FOR RETSAKTENS VEDTAGELSE

Den 8. juli 2024 offentliggjorde ESMA, i overensstemmelse med artikel 16, stk. 2g, i direktiv 2011/61/EU, som ændret ved direktiv (EU) 2024/927, et høringsdokument om indholdet af udkastet til reguleringsmæssige tekniske standarder vedrørende kendetegnene ved likviditetsstyringsværktøjer. Den offentlige høring blev afsluttet den 8. oktober 2024. ESMA har på grundlag af resultaterne af den offentlige høring indført flere ændringer i udkastet til reguleringsmæssige tekniske standarder. ESMA indarbejdede først og fremmest, for at tage højde for forskelligartetheden i markedspraksisser, en højere grad af fleksibilitet – både med hensyn til, hvordan aktiveringstærsklen skal udtrykkes for AIF'er, og hvordan indløsningsordrer skal indgå i beregningen af aktiveringstærsklen for indløsningsgates. ESMA fjernede desuden visse særlige bestemmelser om anvendelse af likviditetsstyringsværktøjer på bestemte andelsklasser for visse likviditetsstyringsværktøjer og præciserede, at anvendelsen af mekanismen for indløsning i naturalier i forbindelse med exchange-traded funds' (ETF'ers) almindelige handelsaktiviteter ikke bør betragtes som aktivering af likviditetsstyringsværktøjet indløsning i naturalier. ESMA modtog 33 svar på den offentlige høring. ESMA hørte også interessentgruppen for værdipapirer og markeder (MSG), men MSG valgte ikke at afgive udtalelse om dette udkast til reguleringsmæssige tekniske standarder.

ESMA lod udkastet til reguleringsmæssige tekniske standarder ledsage af en cost-benefit-analyse med den konklusion, at de samlede tilsyns- og overholdelsesomkostninger i forbindelse med gennemførelsen af disse reguleringsmæssige tekniske standarder er berettigede og i vid udstrækning vil blive opvejet af fordelene ved en harmoniseret, EU-dækkende ramme for likviditetsstyringsværktøjer for alle tilsynsmyndigheder, FAIF'er, AIF'er og investorer.

3. JURIDISKE ASPEKTER AF DEN DELEGEREDE RETSAKT

Den 15. april 2025 offentliggjorde ESMA sin endelige rapport om udkastet til reguleringsmæssige tekniske standarder vedrørende likviditetsstyringsværktøjer og forelagde udkastet til reguleringsmæssige tekniske standarder for Europa-Kommissionen med henblik på vedtagelse². Kommissionen foretog en juridisk gennemgang af det forelagte udkast til reguleringsmæssige tekniske standarder og tilpassede, uden at ændre nogen væsentlige krav, bestemmelserne i standarderne for at sikre nærværende forordnings lovlighed og lovgivningsmæssige kvalitet samt overensstemmelse mellem reglerne i nærværende forordning og direktiv 2011/61/EU.

I **artikel 1** præciseres kendetegnene ved udsættelse af tegning, tilbagekøb og indløsning. I artiklen specificeres kravet om samtidig udsættelse af AIF'ens tegnings-, tilbagekøb- og indløsningsaktiviteter og anvendelsen af dette likviditetsstyringsværktøj på alle AIF'ens andelsklasser.

I **artikel 2** præciseres kendetegnene ved indløsningsgates. I artiklen beskrives metoden til beregning af aktiveringstærsklen og til aktivering af dette likviditetsstyringsværktøj. Det specificeres endvidere i artiklen, hvordan dette likviditetsstyringsværktøj anvendes på alle AIF'ens investorer.

I **artikel 3** præciseres kendetegnene ved forlængelse af opsigelsesfrister. Det specificeres i artiklen, hvad der kendetegner forlængelse af opsigelsesfrister, når dette likviditetsstyringsværktøj aktiveres.

I **artikel 4** præciseres kendetegnene ved indløsningsgebyrer. Det specificeres i artiklen, hvilke elementer der skal tages i betragtning ved beregning af indløsningsgebyrintervallet, ligesom det præciseres, hvilken metode der skal anvendes til beregning af størrelsen af disse gebyrer.

² [Final report on the draft Regulatory Technical Standards on Liquidity Management Tools under the AIFMD and UCITS Directive.](#)

I **artikel 5** præciseres kendetegnene ved swing pricing. I artiklen beskrives metoden til beregning af swing-faktoren og dens indvirkning på nettoværdien af andele eller kapitalandele i AIF'en.

I **artikel 6** præciseres kendetegnene ved dual pricing. I artiklen beskrives beregningsmetoden for dette likviditetsstyringsværktøj samt de elementer, der skal tages i betragtning ved aktivering heraf.

I **artikel 7** præciseres kendetegnene ved anti-dilution-opkrævning. I artiklen beskrives metoden til beregning af opkrævningens størrelse og mekanismen for aktivering af dette likviditetsstyringsværktøj.

I **artikel 8** præciseres kendetegnene ved indløsning i naturalier. I artiklen beskrives mekanismen for aktivering af dette værktøj. Det specificeres endvidere i artiklen, at den mekanisme for indløsning i naturalier, børshandlede AIF'er anvender i forbindelse med deres almindelige handelsaktiviteter, ikke skal betragtes som aktivering af dette likviditetsstyringsværktøj.

I **artikel 9** præciseres kendetegnene ved side pockets. I artiklen beskrives de forskellige typer side pockets samt mekanismen for aktivering heraf.

I **artikel 10** fastsættes en overgangsperiode for anvendelsen af denne forordning for AIF'er oprettet før den 16. april 2026.

KOMMISSIONENS DELEGEREDE FORORDNING (EU) .../...

af 17.11.2025

om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder vedrørende præcisering af kendetegnene ved likviditetsstyringsværktøjer

(EØS-relevant tekst)

EUROPA-KOMMISSIONEN HAR —

under henvisning til traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde,

under henvisning til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU af 8. juni 2011 om forvaltere af alternative investeringsfonde og om ændring af direktiv 2003/41/EF og 2009/65/EF samt forordning (EF) nr. 1060/2009 og (EU) nr. 1095/2010³, særlig artikel 16, stk. 2i, andet afsnit, og

ud fra følgende betragtninger:

- (1) Med henblik på at beskytte investorerne og begrænse afsmittende virkninger bør en udsættelse gælde samtidigt og lige længe for tegning, tilbagekøb og indløsning.
- (2) En FAIF bør, for at beskytte eksisterende investorer og for at kunne håndtere strømmen af nye investeringer i AIF'en, kunne begrænse tegning og samtidig fortsat tillade eksisterende investorers tilbagekøb og indløsning ("blød lukning"). En sådan blød lukning af en AIF bør dog ikke betragtes som et likviditetsstyringsværktøj som omhandlet i bilag V til direktiv 2011/61/EU, da den ikke har til formål at styre likviditetsrisici eller håndtere indløsningspres under stressede markedsvilkår.
- (3) Under hensyntagen til investeringsmålene og indløsningspolitikkerne for AIF'er bør tærsklen for aktivering af en indløsningsgate fastsættes enten på AIF-niveau ("fonds niveaugate") eller på investorniveau ("investorniveaugate") eller som en kombination af begge. I overensstemmelse med Den Internationale Børstilsynsorganisations retningslinjer for likviditetsrisikostyring af åbne fonde⁴ bør aktiveringstærsklen for en fonds niveaugate skulle fastsættes i overensstemmelse med de samlede netto- eller bruttoindløsningsordrer på AIF-niveau for en given handelsdato eller i et bestemt tidsrum. Desuden bør aktiveringstærsklen udtrykkes som en procentdel af AIF'ens nettoværdi, som en pengeværdi, som en procentdel af de likvide aktiver som omhandlet i artikel 50, stk. 1, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/65/EF⁵ eller som en kombination af nævnte størrelser. For at begrænse first mover-fordele, som ville kunne give anledning til betænkeligheder for så vidt angår beskyttelsen af investorerne, og for at tage hensyn til åbne AIF'er med et begrænset antal professionelle investorer bør der med aktiveringstærsklen for en investorniveaugate tages

³ EUT L 174 af 1.7.2011, s. 1, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/61/oj>.

⁴ IOSCO, Guidance for Open-ended Funds for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management, maj 2025, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD799.pdf>.

⁵ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/65/EF af 13. juli 2009 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) (EUT L 302 af 17.11.2009, s. 32, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/65/oj>).

hensyn til de individuelle indløsningsordrer fra de enkelte investorer i AIF'en, og tærsklen bør udtrykkes enten som en procentdel af en investors besiddelser i AIF'en eller som en procentdel af AIF'ens nettoværdi og sættes i forhold til den pågældende investors indløsningsordre. En FAIF bør, hvis aktiveringstærsklen overskrides, kunne vælge at aktivere indløsningsgates eller fortsat at udføre indløsningsordrer under hensyntagen til AIF'ens likviditet, markedsvilkårene og investorenes interesser.

- (4) En FAIF bør, hvis det er relevant for AIF'ens investeringsmål og indløsningspolitik, kunne aktivere en kombineret indløsningsgate, der omfatter elementer af en investorniveaugate og en fonds niveaugate.
- (5) For at sikre investorerne en fair behandling bør en FAIF, der aktiverer indløsningsgates, kunne behandle den ikke-udførte del af indløsningsordrerne på grundlag af på forhånd fastsatte betingelser, som er blevet oplyst til investorerne. Disse betingelser vil kunne omfatte automatisk overførsel af den ikke-udførte del af indløsningsordrerne til den følgende handelsdato, med eller uden forrang frem for indløsningsordrer afgivet på en senere handelsdato, eller annullering af de ikke-udførte indløsningsordrer.
- (6) En FAIF kan, med henblik på at beskytte investorerne og sikre fortsat markedsstabilitet i perioder med stress eller usædvanlig indløsningsaktivitet, aktivere forlængelsen af opsigelsesfrister. Afhængigt af AIF'ens investeringsmål og indløsningspolitik kan den forlængede opsigelsesfrist være et bestemt antal dage, uger eller måneder eller en bestemt dato forud for indløsningsdatoen. Hvis det er relevant for AIF'ens investeringsstrategi og indløsningspolitik, kan investorenes minimumsopsigelsesfrist ved indløsning af deres andele eller kapitalandele i en FAIF være lig nul. I så fald bør FAIF'en stadig kunne vælge og, hvis det er relevant, aktivere forlængelsen af opsigelsesfrister ved at forlænge opsigelsesfristen ud over fristen på nul.
- (7) Da afviklingsprocessen normalt ikke kontrolleres af FAIF'en, bør denne proces ikke inkluderes i den forlængede opsigelsesfrist.
- (8) Med henblik på at beskytte investorerne bør forlængelse af opsigelsesfrister ikke have nogen indvirkning på AIF'ens indløsningshyppighed.
- (9) I overensstemmelse med Den Internationale Børstilsynsorganisations retningslinjer for likviditetsrisikostyring af åbne fonde og for at sikre, at eksisterende eller blivende investorer i en AIF ikke påvirkes negativt af likviditetsomkostningerne ved tegning og indløsning, bør likviditetsstyringsværktøjer til modvirkning af udvanding, dvs. indløsningsgebyrer, swing pricing, dual pricing og anti-dilution-opkrævninger, indebære, at indskydende og indløsende investorer pålægges de anslåede likviditetsomkostninger. Likviditetsomkostningerne omfatter eksplicite og implicite transaktionsomkostninger i forbindelse med tegning eller indløsning, herunder eventuel væsentlig indvirkning på markedet. En FAIF, der aktiverer et likviditetsstyringsværktøj til modvirkning af udvanding, bør skulle tage hensyn til de anslåede eksplicite transaktionsomkostninger. FAIF'en bør tillige, hvis det er relevant for AIF'ens investeringsstrategi, skulle tage hensyn til de implicite transaktionsomkostninger, herunder eventuel væsentlig indvirkning på markedet af køb eller salg af aktiver med henblik på at imødekomme indløsningsordrer. For at tage højde for forskelligartetheden i en AIF's underliggende aktiver i situationer, hvor oplysningerne til beregning af de implicite transaktionsomkostninger, herunder væsentlig indvirkning på markedet, ikke er tilgængelige eller ikke er pålidelige, bør disse transaktionsomkostninger skulle estimeres efter bedste formåen.
- (10) Med henblik på dækning af de likviditetsomkostninger, der genereres af indløsende investorer, bør andelshavere/kapitalejere skulle betale indløsningsgebyrer til AIF'en, når de

indløser deres andele eller kapitalandele. En FAIF, der gør brug af indløsningsgebyrer, bør kunne trække disse gebyrer fra det pengebeløb, der udbetales til indløsende investorer.

- (11) En FAIF bør, som et kendetegn ved swing pricing, skulle fastsætte en swing-faktor, som skal anvendes til at justere nettoværdien af andelene eller kapitalandelene i den AIF, den forvalter. For at sikre, at alle indskydende og indløsende investorer betaler eller modtager den samme pris ved køb eller indløsning af andele eller kapitalandele i en AIF, bør den offentliggjorte nettoværdi af andelene eller kapitalandelene i den pågældende AIF være nettoværdien efter anvendelse af swing-faktoren.
- (12) For at sikre investorerne en fair behandling og for at afbøde udvandingseffekten af transaktionsomkostninger relateret til indskydende eller indløsende investorer bør en FAIF, der gør brug af swing pricing, have ret til at justere nettoværdien af andelene eller kapitalandelene i den AIF, den forvalter, enten på hver handelsdato (ofte benævnt "full swing"), eller kun når nettotegning eller -indløsning overstiger en på forhånd fastsat tærskel (ofte benævnt "partial swing"). Ved begge typer swing pricing bestemmes swing-retningen (dvs. om swing-faktoren lægges til eller trækkes fra nettoværdien af andelene eller kapitalandelene i AIF'en) ud fra nettokapitalaktiviteten på handelsdatoen. For en given handelsdato med nettotegning bør swing-faktoren derfor skulle lægges til nettoværdien af de andele eller kapitalandele i AIF'en, der vil blive opjusteret. I det modsatte scenarie, dvs. med en given handelsdato med nettoindløsning, bør en swing-faktor skulle trækkes fra nettoværdien af de andele eller kapitalandele i AIF'en, der vil blive nedjusteret. For at sikre investorerne en fair behandling og lette anvendelsen af swing pricing under både normale og stressede markedsvilkår bør FAIF'en for begge typer swing pricing kunne vælge enten at operere med en enkelt swing-faktor eller at anvende swing-faktorer, der afhænger af nettokapitalaktivitetens omfang (ofte benævnt "trinvis tilgang"), eller at gøre brug af andre muligheder, herunder blandede tilgange.
- (13) Kendetegnene ved dual pricing bør afspejle beregningsmetoden. For at tage højde for forskellighedheden i investeringsstrategier og indløsningspolitikker, og i overensstemmelse med internationale anbefalinger, bør en FAIF overveje to forskellige tilgange til dual pricing-beregning, hvor der enten beregnes to nettoværdier – henholdsvis en udbuds- og en budkurs – for aktiverne eller fastsættes et justerbart spænd om nettoværdien af investeringsinstituttets andele eller kapitalandele.
- (14) En FAIF, der aktiverer anti-dilution-opkrævning, bør, for at beskytte blivende investorer i AIF'en mod udvandingseffekten af potentielt omfattende tegnings- eller indløsningsaktivitet, anvende opkrævningen på indløsende investorer i tilfælde af nettoindløsning og på indskydende investorer i tilfælde af nettotegning.
- (15) En FAIF bør kunne aktivere indløsning i naturalier for at forhindre salg af større mængder værdipapirer som reaktion på indløsningsordrer i situationer, hvor et sådant salg ville kunne resultere i betydelige transaktionsomkostninger og påvirke markedspriserne for kapitalejerne eller andelshaverne i den AIF, den forvalter.
- (16) Godkendte deltagere samt prisstillere som defineret i artikel 4, stk. 1, nr. 7), i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU⁶ varetager funktioner, der er nødvendige for børshandlede AIF'ers daglige drift. Godkendte deltageres og prisstilleres rolle omfatter erhvervelse eller salg af andele eller kapitalandele i en børshandlet AIF på det sekundære marked, bistand til FAIF'en for den børshandlede AIF i forbindelse med udførelse af ordrer

⁶ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU (omarbejdning) (EUT L 173 af 12.6.2014, s. 349, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>).

samt sikring af fortsat likviditet og handel på det sekundære marked. I forbindelse med en børshandlet AIF's almindelige handelsaktiviteter bør levering af alle eller dele af de underliggende værdipapirer, der besiddes af eller opbevares på vegne af den børshandlede AIF, til godkendte deltagere og prisstillere med henblik på at imødekomme indløsningsordrer ikke betragtes som aktivering af likviditetsstyringsværktøjet indløsning i naturalier som omhandlet i punkt 8 i bilag V til direktiv 2011/61/EU, da en sådan transaktion ikke vedrører likviditetsstyring af en børshandlet AIF's portefølje.

- (17) En FAIF bør, med henblik på at afbøde likviditetsrisici i tilknytning til aktiver i AIF'en, hvis økonomiske eller juridiske karakteristika på grund af ekstraordinære omstændigheder har ændret sig væsentligt eller er blevet usikre, kunne aktivere side pockets via regnskabsmæssig eller fysisk adskillelse.
- (18) En FAIF bør, hvis det er i AIF'ens og dens investorers interesse at holde den pågældende side pocket inden for den eksisterende fondsstruktur, kunne aktivere en side pocket via regnskabsmæssig adskillelse. I så fald bør aktiver, hvis økonomiske eller juridiske karakteristika på grund af ekstraordinære omstændigheder har ændret sig væsentligt eller er blevet usikre, allokeres til en særlig andelsklasse i AIF'en.
- (19) En FAIF bør, hvis det er i AIF'ens interesse fysisk at udskille de aktiver, hvis økonomiske eller juridiske karakteristika på grund af ekstraordinære omstændigheder har ændret sig væsentligt eller er blevet usikre, kunne aktivere en side pocket via fysisk adskillelse. I så fald bør de berørte aktiver enten forblive i den oprindelige AIF eller overføres til en ny AIF.
- (20) Med henblik på at beskytte investorerne og afbøde risikoen for afsmitning på resten af AIF'en bør side pockets være lukket for tegning, tilbagekøb og indløsning. En FAIF bør dog i investorernes interesse, uanset om den pågældende side pocket etableres via regnskabsmæssig eller fysisk adskillelse, kunne afhænde eller likvidere den pågældende side pocket på vegne af den AIF, den forvalter, og udlodde et eventuelt provenu til investorerne i overensstemmelse med deres respektive deltagelse i denne side pocket.
- (21) Med henblik på at sikre retssikkerhed og overensstemmelse med direktiv 2011/61/EU bør denne forordning finde anvendelse fra den 16. april 2026 for AIF'er, der er oprettet efter denne forordnings anvendelsesdato. Overholdelse af denne forordning vil nødvendiggøre ændringer i fondsdokumentationen samt ajourføring af FAIF'ers og AIF'ers eksisterende processer og tekniske infrastruktur med det formål at muliggøre aktivering af de valgte likviditetsstyringsværktøjer. Det er derfor nødvendigt at fastsætte en overgangsperiode på et år for AIF'er, der er oprettet før denne forordnings anvendelsesdato, for at gøre det muligt for disse AIF'er at tilpasse sig til det nye regelsæt. De pågældende AIF'er bør dog have mulighed for at vælge at være omfattet af denne forordning fra dens anvendelsesdato, dvs. fra den 16. april 2026.
- (22) Denne forordning er baseret på det udkast til reguleringsmæssige tekniske standarder, som Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed har forelagt for Kommissionen.
- (23) Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed har afholdt åbne offentlige høringer om det udkast til reguleringsmæssige tekniske standarder, som denne forordning er baseret på, analyseret de potentielle omkostninger og fordele herved samt anmodet om rådgivning fra interessentgruppen for værdipapirer og markeder, som er nedsat i henhold til artikel 37 i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1095/2010⁷ –

⁷ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1095/2010 af 24. november 2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed), om ændring af

VEDTAGET DENNE FORORDNING:

Artikel 1

Udsættelse af tegning, tilbagekøb og indløsning

1. En AIFM skal udsætte tegning, tilbagekøb og indløsning samtidigt, lige længe og for alle AIF'ens investorer.
En AIF må ikke udsætte indløsning uden samtidig at udsætte tegning og tilbagekøb.
2. En udsættelse af tegning, tilbagekøb og indløsning skal være midlertidig og strengt begrænset til det tidsrum, der er nødvendigt for at kunne håndtere de ekstraordinære omstændigheder, der berettiger udsættelsen, og må kun gennemføres, hvis det er behørigt begrundet under hensyntagen til investorernes interesser.
3. For en AIF med flere andelsklasser skal udsættelse af tegning, tilbagekøb og indløsning gælde for alle den pågældende AIF's andelsklasser.

Artikel 2

Indløsningsgates

1. En FAIF, der beslutter at aktivere indløsningsgates, skal anvende disse indløsningsgates ensartet på alle AIF'ens investorer.
2. En indløsningsgate skal have en aktiveringstærskel, under hvilken indløsningsgaten ikke kan aktiveres.
Aktiveringstærsklen fastsættes på et af følgende niveauer:
 - a) på AIF-niveau ("fondsniveaugate")
 - b) på investorniveau ("investorniveaugate")
 - c) en kombination heraf.
3. Hvis aktiveringstærsklen fastsættes i overensstemmelse med stk. 2, andet afsnit, litra a), skal den baseres på AIF'ens samlede modtagne netto- eller bruttoindløsningsordrer for en given handelsdato eller i et bestemt tidsrum og udtrykkes som et af følgende:
 - a) som en andel af AIF'ens nettoværdi
 - b) som en pengeværdi
 - c) som en procentdel af de likvide aktiver som omhandlet i artikel 50, stk. 1, i direktiv 2009/65/EF
 - d) som en kombination af litra a), b) eller c).
4. Hvis aktiveringstærsklen fastsættes på investorniveau i henhold til stk. 2, andet afsnit, litra b), skal den baseres på de individuelle bruttoindløsningsordrer afgivet af den enkelte andelshaver eller kapitalejer for en given handelsdato eller i et bestemt tidsrum og udtrykkes som et af følgende:
 - a) som en procentdel af en andelshavers eller kapitalejers besiddelser i AIF'en
 - b) som en andel af AIF'ens nettoværdi.

afgørelse nr. 716/2009/EF og om ophævelse af Kommissionens afgørelse 2009/77/EF (EUT L 331 af 15.12.2010, s. 84, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2010/1095/oj>).

5. En FAIF, der beslutter at aktivere en indløsningsgate, skal udføre indløsningsordrerne fra alle AIF'ens investorer på pro rata-basis for en given handelsdato for et beløb, der som minimum svarer til aktiveringstærsklen.

Artikel 3

Forlængelse af opsigelsesfrister

1. Den forlængede opsigelsesfrist skal dække tidsrummet fra FAIF'ens modtagelse af indløsningsordren til udførelsen af denne.
Den forlængede opsigelsesfrist må ikke inkludere den tid, der medgår til afviklingsprocessen.
2. Forlængelsen af opsigelsesfristen indvirker ikke på AIF'ens indløsningshyppighed.

Artikel 4

Indløsningsgebyrer

1. Der skal med det på forhånd fastsatte indløsningsgebyrinterval tages hensyn til de anslåede eksplicite transaktionsomkostninger. Desuden skal der med det på forhånd fastsatte indløsningsgebyrinterval, hvis det er relevant for AIF'ens investeringsstrategi, tages hensyn til de implicite transaktionsomkostninger, herunder eventuel væsentlig indvirkning på markedet af salg af aktiver med henblik på at imødekomme indløsningsordrerne. Disse implicite transaktionsomkostninger skal estimeres efter bedste formåen.
2. Indløsningsgebyrer udtrykkes som en procentdel af bruttoindløsningsordrerne, som en pengeværdi eller som en kombination af disse to størrelser. Indløsningsgebyrernes størrelse vil kunne variere afhængigt af størrelsen af de enkelte indløsningsordrer.
3. I nærværende artikels stk. 1 samt artikel 5, 6 og 7 forstås ved eksplicite transaktionsomkostninger omkostninger, der afholdes direkte af en AIF i forbindelse med dens erhvervelse eller afhændelse af aktiver, som er stabile med hensyn til omkostningernes størrelse og kan kvantificeres forud for transaktionen. Disse omkostninger kan omfatte mæglergebyrer, handelsafgifter, skatter og afviklingsgebyrer.
Ved implicite transaktionsomkostninger forstås omkostninger, der afholdes indirekte af AIF'en ved erhvervelse eller afhændelse af aktiver, og som primært er forbundet med kursspændet og indvirkningen på markedet. Disse implicite transaktionsomkostninger kan variere afhængigt af typen af underliggende aktiver og markedsvilkårene.

Artikel 5

Swing pricing

1. Swing-faktoren skal inkludere de eksplicite transaktionsomkostninger som omhandlet i artikel 4, stk. 3, første afsnit. Swing-faktoren skal, hvis det er relevant for AIF'ens investeringsstrategi, tillige inkludere de i artikel 4, stk. 3, andet afsnit, omhandlede implicite transaktionsomkostninger, herunder eventuel væsentlig indvirkning på markedet af køb eller salg af aktiver med henblik på at imødekomme de pågældende tegnings- eller indløsningsordrer. Disse implicite transaktionsomkostninger skal estimeres efter bedste formåen.
2. Swing-faktoren udtrykkes som en procentdel af nettoværdien af andelene eller kapitalandelene i AIF'en.

3. En FAIF kan anvende swing pricing, hvis der er forskel på værdien af henholdsvis indløsningsordrerne og tegningsordrerne ("full swing"), eller hvis forskellen overstiger en på forhånd fastsat aktiveringstærskel ("partial swing"). I begge tilfælde gælder det, at:
 - a) hvis forskellen på værdien af henholdsvis indløsningsordrerne og tegningsordrerne for en given handelsdato resulterer i nettoindløsning, skal swing-faktoren trækkes fra nettoværdien af andelene eller kapitalandelene i AIF'en
 - b) hvis forskellen på værdien af henholdsvis indløsningsordrerne og tegningsordrerne for en given handelsdato resulterer i nettotegning, skal swing-faktoren lægges til nettoværdien af andelene eller kapitalandelene i AIF'en.
4. Swing pricing vil kunne omfatte forskellige swing-faktorer, der afspejler forskellige aktiveringstærskler.

Artikel 6 **Dual pricing**

1. En FAIF, der aktiverer dual pricing, skal til dette formål anvende en af følgende beregningsmetoder:
 - a) beregning af to nettoværdier:
 - i) en nettotegningsværdi fastsat på grundlag af udbudskurserne på de aktiver, AIF'en besidder
 - ii) en nettoindløsningsværdi beregnet på grundlag af budkurserne på de aktiver, AIF'en besidder
 - b) beregning af én enkelt nettoværdi for både indskydende og indløsende investorer.
2. For begge de i stk. 1 omhandlede beregningsmetoder gælder det, at de likviditetsomkostninger, som nettoværdien pr. andel eller kapitalandel justeres med, skal inkludere de anslåede eksplicite transaktionsomkostninger som omhandlet i artikel 4, stk. 3, første afsnit. Likviditetsomkostningerne skal, hvis det er relevant for AIF'ens investeringsstrategi, tillige inkludere de i artikel 4, stk. 3, andet afsnit, omhandlede implicite transaktionsomkostninger, herunder eventuel væsentlig indvirkning på markedet af køb eller salg af aktiver med henblik på at imødekomme de pågældende tegnings- eller indløsningsordrer. Disse implicite transaktionsomkostninger skal estimeres efter bedste formåen.

Artikel 7 **Anti-dilution-opkrævninger**

1. Anti-dilution-opkrævninger skal inkludere de anslåede eksplicite transaktionsomkostninger som omhandlet i artikel 4, stk. 3, første afsnit. Anti-dilution-opkrævninger skal, hvis det er relevant for AIF'ens investeringsstrategi, tillige inkludere de i artikel 4, stk. 3, andet afsnit, omhandlede implicite transaktionsomkostninger, herunder eventuel væsentlig indvirkning på markedet af køb eller salg af aktiver med henblik på at imødekomme de pågældende tegnings- eller indløsningsordrer. Disse implicite transaktionsomkostninger skal estimeres efter bedste formåen.
2. Anti-dilution-opkrævninger udtrykkes som et af følgende:
 - a) en procentdel af tegnings- eller indløsningsordrerne
 - b) en pengeværdi.

3. En FAIF kan aktivere anti-dilution-opkrævninger, hvis det på en given dato gælder, at:
 - a) den samlede værdi af indløsningsordrer overstiger værdien af tegningsordrer, hvilket resulterer i nettoindløsning
 - b) den samlede værdi af tegningsordrer overstiger værdien af indløsningsordrer, hvilket resulterer i nettotegning.

Med henblik på litra a) trækkes anti-dilution-opkrævningen fra det beløb, der udbetales til indløsende investorer.

Med henblik på litra b) foretages anti-dilution-opkrævningen hos indskydende investorer.

Artikel 8

Indløsning i naturalier

1. Indløsning i naturalier svarer til overførsel af aktiver, der besiddes af AIF'en, i stedet for kontanter, til indløsende investorer til imødekommelse af indløsningsordrer. Overførslen af aktiver til investorer kan ske direkte eller indirekte via formidlere.
2. Levering af alle eller dele af de underliggende værdipapirer, der besiddes af eller opbevares på vegne af en børshandlet AIF, til en godkendt deltager eller prisstiller i forbindelse med den børshandlede AIF's almindelige handelsaktiviteter med henblik på at imødekomme indløsningsordrer, betragtes ikke som aktivering af indløsning i naturalier som omhandlet i punkt 8 i bilag V til direktiv 2011/61/EU.

Artikel 9

Side pockets

1. En side pocket kan bestå af et af følgende:
 - a) en særlig andelsklasse i AIF'en etableret med det specifikke formål at gennemføre regnskabsmæssig adskillelse af aktiver, hvis økonomiske eller juridiske karakteristika på grund af ekstraordinære omstændigheder har ændret sig væsentligt eller er blevet usikre i forhold til den pågældende AIF's øvrige aktiver ("regnskabsmæssig adskillelse")
 - b) en separat AIF etableret med det specifikke formål at adskille aktiver, hvis økonomiske eller juridiske karakteristika på grund af ekstraordinære omstændigheder har ændret sig væsentligt eller er blevet usikre, fra den pågældende AIF's øvrige aktiver ("fysisk adskillelse").
2. Ved anvendelse af den i stk. 1, litra a), omhandlede side pocket udføres nye tegninger, tilbagekøb og indløsninger i andre andelsklasser end den, der specifikt er afsat til den pågældende side pocket, på grundlag af AIF'ens nettoværdi, beregnet efter fradrag af de aktiver, der er omfattet af den regnskabsmæssige adskillelse.

Side pocket-andelsklassen skal være lukket for tegning, tilbagekøb og indløsning.
3. Hvis en FAIF aktiverer en side pocket som omhandlet i stk. 1, litra b), skal de aktiver, hvis økonomiske eller juridiske karakteristika på grund af ekstraordinære omstændigheder har ændret sig væsentligt eller er blevet usikre, enten:
 - a) forblive i den oprindelige AIF, mens de øvrige aktiver skal overføres til en ny AIF eller via en fusion overføres til en eksisterende AIF, eller
 - b) overføres til den nye AIF, mens de øvrige aktiver forbliver i den oprindelige AIF.

Den pågældende side pocket skal være lukket for tegning, tilbagekøb og indløsning.

En FAIF, der aktiverer en side pocket i henhold til første afsnit, litra a), skal forvalte den nye AIF i overensstemmelse med den oprindelige AIF's investeringsstrategi.

En FAIF, der aktiverer en side pocket i henhold til første afsnit, litra b), skal fortsat forvalte den oprindelige AIF i overensstemmelse med dennes eksisterende investeringsstrategi.

4. Ved etablering af en side pocket skal de enkelte investorer tildeles andele eller kapitalandele i den pågældende side pocket i overensstemmelse med deres respektive deltagelse i den oprindelige AIF.

Artikel 10

Overgangsbestemmelse

Indtil den 16. april 2027 anses AIF'er, der er oprettet før den 16. april 2026, for at overholde denne forordning. Disse AIF'er kan dog vælge at være omfattet af denne forordning fra den 16. april 2026, forudsat at FAIF'en underretter de kompetente myndigheder i dens hjemland herom.

Artikel 11

Ikrafttræden og anvendelse

Denne forordning træder i kraft på tyvendedagen efter offentliggørelsen i *Den Europæiske Unions Tidende*.

Den finder anvendelse fra den 16. april 2026.

Denne forordning er bindende i alle enkeltheder og gælder umiddelbart i hver medlemsstat.

Udfærdiget i Bruxelles, den 17.11.2025.

På Kommissionens vegne
Formand
Ursula VON DER LEYEN