

Copenhagen Business School  
Kandidatafhandling:  
Cand.merc.(jur.)

Afleveret: 19. december 2008



# Kapitalfonde i juridisk og økonomisk perspektiv

Af:

Mette Bøgh Larsen

Vejledere:

Jakob Bundgaard og Jens Gammelgaard

Juridisk Institut og Institut for International økonomi og Virksomhedsledelse

Forkortelsesliste .....	4
Summary .....	5
<b>1. Indledning</b> .....	<b>6</b>
1.1 Problemformulering.....	9
1.2 Metode:.....	9
1.2.1 Økonomisk metode .....	10
1.2.2 Juridisk metode .....	12
1.3 Synsvinkel.....	12
1.4 Afgrænsning .....	13
1.5 Struktur .....	15
<b>2. Kapitalfonde - karakteristika</b> .....	<b>16</b>
2.1.1 Kommanditselskab .....	16
2.1.2 Investeringstilsagn .....	23
2.1.3 Managementselskab.....	23
2.1.4 Aktivt ejerskab .....	25
2.1.5 Bestemmende ejerandel – koncentreret ejerskab.....	27
2.1.6 Større gældsætning af porteføljeselskaberne .....	29
2.1.7 Modne selskaber .....	32
2.1.8 Incitamentsordninger .....	34
2.1.9 Begrænset ejertid .....	38
2.2 Delkonklusion.....	41
<b>3. Kapitalfondens virkelighed</b> .....	<b>42</b>
3.1 Kapitalfondenes kompetencer .....	42
3.1.1 Finansielle strukturer .....	43
3.1.2 Stort branchekendskab .....	45
3.1.3 Stort netværk af kompetente erhvervsfolk.....	46
3.1.4 Iværksættelse af strategi .....	46
3.2 Delkonklusion.....	50
<b>4. Kapitalfondenes skatteforhold</b> .....	<b>52</b>

4.1. Obligatorisk national sambeskatning.....	52
4.2 Beskatning af aktieudbytte .....	55
4.2.1 Lempelse efter SEL § 2, stk. 1, litra c .....	56
4.2.2 Lempelse efter SEL § 2, stk. 2, 2-5.pkt. ....	58
4.2.3 Retmæssig ejer af udbytte.....	58
4.3 Fradrag for omkostninger til gæld .....	61
4.3.1. Hybride finansieringsinstrumenter - SEL § 2 B.....	64
4.3.2 Stiftelsesomkostninger vedr. lån.....	68
4.3.3 Tynd kapitaliseringsreglerne .....	71
4.3.4 L 213: Rentefradragsbegrænsning .....	73
4.4 Fradrag for omkostninger til opkøb, herunder due dilligence .....	76
4.4.1 Bonus til ledelsen i forbindelse med opkøb.....	80
4.5 Delkonklusion.....	84
5. Konklusion.....	86
6. Perspektivering .....	90
7. Litteraturliste .....	94
8. Doms- og afgørelsesliste .....	102

## Forkortelsesliste

ABL:	Aktieavancebeskatningsloven
ApSL:	Anpartsselskabsloven
ASL:	Aktieselskabsloven
DBO:	Dobbeltbeskatningsoverenskomst
DBO-land:	Land, hvormed der er indgået en DBO
DEP:	Skatteministeriets Departement
HR:	Højesteretsdom
KGL:	Kursgevinstloven
KSL:	Kildeskatteloven
LBO:	Leveraged Buy Out
LEV:	Lov om visse erhvervsdrivende virksomhed
LL:	Ligningsloven
LSR:	Landskatteretskendelse
LV:	Ligningsvejledningen
SEL:	Selskabsskatteloven
SKM:	Skatteministeriet
SL:	Statsskatteloven
SR	Skatterådet
VLR:	Vestre Landsrets dom
ØLR:	Østre Landsrets dom

## Summary

This thesis is based on the increased focus in recent years on private equity funds and their working process. Focus has primarily been set on the taxation planning of the funds and secondly the media have drawn an unfavourable picture of the funds.

The thesis examines the actual facts and relevant circumstances of the private equity funds including their competences and characteristics. The examination is based on the competences which the private equity funds claim to possess. The competences will be illustrated by theories of economics and it will be analyzed to which extent the funds possess competences that are unique and unparalleled, so that it will be possible for them to sustain their position on the market for acquisitions and as an alternative to the common stock market. The analysis will also focus on financial structure, pursuing active ownership, implementation of strategies, and obtaining know-how of the market and the target companies.

Heavy expenses derive from private equity funds' acquisitions and operation of portfolio companies. The funds would like to deduct these expenses to reduce the taxable income of the group. In the statement of their corporate business control, the Danish tax authorities have described which transactions and costs they focus on in connection with acquisitions of Danish companies by private equity funds. The analysis of the tax consequences will be based on these transactions and costs. In particular, the statement of the Danish tax authorities focus on costs originating from contracting debt and financing acquisitions of portfolio companies and the continued operations thereof. Therefore an analysis is made of the various rules within the field of deductible interest, including the restrictions on tax deductibility of interest expenses which was adopted by the Danish Parliament in 2007 as a part of the so-called Act on Tax Interventions against Private Equity Funds. Furthermore, the possibility of obtaining tax deduction for expenses deriving from acquisitions of target companies and expenses linked to investigations of possible target companies and expenses for the retention of executives etc.

## 1. Indledning

Det nye kapitalfondsindgreb<sup>1</sup>, som blev vedtaget i 2007, var den foreløbige kulmination på de seneste års fokus på kapitalfonde og deres opkøb af danske virksomheder. Kapitalfondene<sup>2</sup> kom for alvor i offentlighedens søgelys i dette årti. Før dette tidspunkt havde de færreste danskere hørt om kapitalfonde og det var også først med opkøbet af TDC og ISS at det danske samfund for alvor blev gjort opmærksom på fondenes muligheder. Indtil dette tidspunkt havde man troet at de store danske virksomheder ville være i sikkerhed for kapitalfondenes opkøb. De store opkøb kapitalfondene foretog, fik fokus drejet over og der tegnede sig efterhånden en negativ stemning i samfundet mod kapitalfonde. Dette ses blandt andet i tidligere statsminister Poul Nyrup Rasmussens bog<sup>3</sup> om emnet.

Der er knyttet mange fordomme til kapitalfondene, bl.a. at den opkøbte virksomhed bliver renset for al værdi<sup>4</sup>, at mange medarbejdere afskediges, at de gearer det opkøbte selskab i stort omfang og at de ihærdigt forsøger at skatteoptimere, således at skattebetalingen bliver så lille som muligt.

Det kan i denne sammenhæng være relevant at spørge om kapitalfondene bidrager positivt til samfundsøkonomien eller om det negative billede der er tegnet i medierne stemmer overens med virkeligheden? Et væsentligt element drejer sig om kapitalfondenes forhold til at betale skat og om L 213 – kapitalfondsindgrebet vil sikre at specielt udenlandske kapitalfonde for fremtiden i højere grad vil anlægge en anden skattepolitik.

---

<sup>1</sup> Lov nr. 540 af 6. juni 2007 – Lov om ændring af selskabsskatteloven og forskellige andre skattelove (CFC-beskatning og indgreb mod kapitalfonde m.v.) – også kaldet L 213

<sup>2</sup> Kapitalfonde er den danske betegnelse for private equity fonde

<sup>3</sup> Rasmussen (2007)

<sup>4</sup> Den tidligere tyske vicekansler Franz Müntefering udtalte 17. april 2005 til den tyske avis Bild am Sonntag, at kapitalfondene var som "sværme af græshopper, der rykker ind i et område, æder alt ned til grunden og flyver videre til det næste uden at se sig tilbage".

Kapitalfondsindgrebet var i høj grad designet til at ramme den finansielle struktur i virksomheder, der var blevet opkøbt af kapitalfondene. Den høje grad af gearing, som kapitalfonde ofte benytter i opkøbte virksomheder, var tidligere med til at sikre store rentefradrag, således at virksomhedernes samlede skattebetaling blev væsentligt formindsket. Indgrebet skulle bl.a. forhindre de store rentefradrag, således at en høj finansiell gearing blev gjort mindre attraktiv. Gældens hidtidige fordel over egenkapitalen – det skattemæssige fradrag – er med indgrebet blevet væsentligt formindsket med indførelsen af renteloftsreglen samt den såkaldte EBIT-regel.<sup>5</sup>

Processen omkring kapitalfondsindgrebet er fortsat efter at Folketinget vedtog loven d.1. juni 2007. Foreningen af Statsautoriserede Revisorer (FSR) fremsendte således i november 2007 og i februar 2008 bemærkninger og spørgsmål til fortolkningen af lovindgrebet. Disse bemærkninger og spørgsmål blev af Skatteministeriet kommenteret og besvaret i marts 2008<sup>6</sup>. Skatteministeriet valgte bl.a. som opfølgning på FSRs henvendelse at fremsætte et lovforslag (L 23) i oktober 2008, der havde til formål at justere på kapitalfondsindgrebet. FSR kommenterede herefter på det fremsatte lovforslag med henvendelse af 17. november 2008 til Folketingets Skatteudvalg, samt med en fornyet henvendelse til Folketingets Skatteudvalg af 3. december 2008.<sup>7</sup>

Retstilstanden omkring lovindgrebet har således ændret sig selv efter den oprindelige lovs vedtagelse i juni 2007.

Kapitalfonde er en fællesbetegnelse for kapitalintensive investeringsfonde<sup>8</sup>, som kan eksistere fordi de i de fleste tilfælde har evnet at generere større afkast end det almindelige aktiemarked. Dette ekstra afkast er nødvendigt for at kunne tiltrække den risikovillige kapital til investeringerne. Kapitalfondene yder typisk et meget aktivt ejerskab over de virksomheder de opkøber bl.a. gennem en aktiv bestyrelse og en anderledes gældsstruktur.

---

<sup>5</sup> Begge regler gennemgås i afsnit 4.3.4

<sup>6</sup> FSRs bemærkninger forefindes på [www.fsr.dk](http://www.fsr.dk), mens Skatteministeriets besvarelse heraf både findes på [www.fsr.dk](http://www.fsr.dk), samt er offentliggjort som SKM.2008.240.DEP.

<sup>7</sup> Skatteministerens svar på de to henvendelser, samt selve henvendelserne kan ses på [www.ft.dk](http://www.ft.dk).

<sup>8</sup> I afhandlingen bruges termerne kapitalfonde, fondene og private equity fonde for alle de investeringsfonde, der er nærmere beskrevet i afsnit 2.1.

Det anføres ofte at kapitalfondene er bedre til at lede selskaber, men hvad er det, der gør dem bedre?

En kapitalfond er ikke en lovreguleret selskabsform, som f.eks. aktieselskaber er. Det er betegnelsen for en gruppe af investorer, der ved hjælp af et managementfirma opkøber selskaber, omstrukturerer og optimerer dem for herefter at sælge dem videre med en betydelig fortjeneste.

Kapitalfondene arbejder typisk med en kortere tidshorison, hvilket betyder at fonden skal have solgt virksomheden og opløst selve fonden inden for 10-15 år. Dette betyder at den afgrænsede tidshorison skaber et pres på managementfirmaet og den opkøbte virksomhed. Dette skyldes at vækstmuligheder i mange tilfælde, vil kræve en investering up front, mens afkastet af investeringen ikke nødvendigvis kommer samtidigt. Dette vil typisk give et negativt resultat på kort sigt, men kan derimod være med til sikre virksomhedens fremtidige indtjening og dermed også fremtidig værdi. Hvad dette betyder for kapitalfondene og deres porteføljeselskaber gennemgås senere i afhandlingen.

Fonden har som udgangspunkt ikke nogen kapital selv, men kan i tilfælde af at et opkøb er under opsejling trække på investeringstilsagn fra sine investorer. Investorerne skal således først indbetale kapitalen, når et opkøb sker.

Investorer er typisk større finansielle virksomheder<sup>9</sup>, pensionskasser og privatpersoner med en større formue, herunder fonde, der bestyrer store familieformuer.<sup>10</sup> Fælles er, at de ønsker et større afkast end aktiemarkedet ellers kan tilbyde. Ulempen er at der er større risiko, da man ikke får den

---

<sup>9</sup> Banker og andre finansieringsinstitutioner vil i relation til afhandlingens problemfelt både kunne være investorer og kreditorer. Spørgsmålet om hvordan man sonderer mellem de forskellige funktioner internt i finansieringsinstitutionen falder ikke under afhandlingens problemfelt.

<sup>10</sup> Der kan dog også være tale om funds of funds, som er en betegnelse for en gruppe investorer, der ønsker at investere i kapitalfonden, men som ikke alene ville kunne fremkomme med den krævede mængde kapital til investeringstilsagnet.



samme spredning, som aktiemarkedet kan tilbyde<sup>11</sup>. Der er således stor usystematisk risiko ved at investere i én kapitalfond. Risikoen kan spredes, såfremt man vælger at investere i flere kapitalfonde og evt. supplere med investeringer i almindelige børsnoterede aktier.

## **1.1 Problemformulering**

Det søges i opgaven besvaret, hvilke forhold der gør sig gældende omkring kapitalfonde.

Det overordnede spørgsmål som fremstillingen søger at besvare, udtrykkes således;

Hvorfor tilfører kapitalfondsejerskab mere værdi end andre former for ejerskab og hvilke skattemæssige faktorer er relevante i forhold til denne analyse?

Der opstilles nedenstående antagelser, hvorefter det undersøges om disse antagelser er korrekte for på denne måde at besvare ovenstående spørgsmål.

- Kapitalfonde tilfører værdi til deres porteføljeselskaber gennem ejerskabet
- Kapitalfonde drager ekstra fordel af den skattemæssige behandling af høj gearing
- Kapitalfonde effektiviserer porteføljeselskaberne på en unik måde, som ikke kan efterlignes
- Kapitalfonde arbejder i højere grad end almindelige investorer med at minimere skattebetalingen
- Kapitalfonde takler principal-agent problemstillingen bedre og har større information om porteføljeselskaberne, således at fejlpositioner mindskes.

## **1.2 Metode:**

Afhandlingen centrerer sig omkring situationen før og efter kapitalfondsindgrebet. Grundlaget for analysen er en økonomisk analyse af kapitalfondene, samt en retsdogmatisk analyse af retstilstanden for kapitalfondene og deres porteføljeselskaber efter kapitalfondsindgrebet.

---

<sup>11</sup> Der skal dog gøres opmærksom på, at en kapitalfond, der har foretaget flere opkøb, har spredt risikoen for investorerne i en vis grad.

Det er således begge analyser sammenholdt, der skal udgøre vurderingsgrundlaget for afhandlingen, da den økonomiske analyse vil vise de karakteristika omkring kapitalfondene, der senere skal bruges til den nærmere gennemgang af retstilstanden for fondene.

### **1.2.1 Økonomisk metode**

Det overordnede spørgsmål og antagelserne under dette vil blive besvaret ud fra en teoretisk synsvinkel, og herefter, sammenholdt med empiri. Der indsamles information vedr. kapitalfondene og de kapitalfondsopkøbte virksomheder.

Disse informationer behandles kritisk, da afsenderen må formodes at have en farvet holdning til emnet, specielt hvis afsenderen har økonomiske bevæggrunde til udtalelserne.

Den formodning modereres i visse tilfælde, hvor afsenderen antages at have en mere faglig tilgang til problemstillingen, samtidigt med at der ikke er økonomiske interesser forbundet med bearbejdningen af data.

Der vil i afhandlingen også blive brugt sekundære data, der har været bearbejdet af andre. Udgangspunktet er, at det også her er vigtigt at informationer behandles kritisk, samt at der tages hensyn til den omstændighed, at bearbejderen også kan have haft en interesse i hvordan informationen præsenteres. Det er derfor vigtigt, at der er tillid til afsender og/eller at man i høj grad tager hensyn til afsenderens dagsorden med afsendelsen af informationen og tager hensyn til dette i vægtningen af den tilgængelige information.

Bearbejdere af sekundære data vil bl.a. være SKAT, Robert Spliid fra Saxo Bank, professor Steen Thomsen fra Copenhagen Business School m.fl. Bearbejderne har arbejdet med forskellige indgangsvinkler til emnet og materialet er i nærværende afhandling forsøgt anvendt med udgangspunkt i bearbejdernes synsvinkel.

Der arbejdes i afhandlingen med teori indenfor det nyinstitutionelle økonomiske teoretiske virkefelt.<sup>12</sup> Det er vigtigt for forståelsen af kapitalfondenes arbejdsmetoder, at det undersøges hvordan selve fonden og de opkøbte virksomheder fungerer. Organisationsstrukturer og personers (agenters) adfærd har i høj grad betydning for forståelsen af kapitalfondenes virke. For at kunne relatere teorien til virkeligheden, vil de observerede realiteter blive tilpasset teoriens teser, således at opgaven tager udgangspunkt i en deduktiv tilgang til behandling af nærværende problemfelt.

Den nyinstitutionelle teori henviser til, at der ikke er fuldkommen information, hvilket bl.a. skyldes at der er omkostninger ved at indhente oplysningerne<sup>13</sup>. Dermed bliver det til sidst uøkonomisk at opnå større viden, da den ekstra viden ikke vil give en marginalt større økonomisk gevinst. I forhold til afhandlingens emne betyder dette, at det antages at det ikke vil kunne betale sig for kapitalfonden eller andre at opnå perfekt information om alle de potentielle opkøb, da der bl.a. kan være store omkostninger forbundet med at udføre en due diligence<sup>14</sup> undersøgelse af en virksomhed. Det er derfor en afvejning for kapitalfonden om den ekstra omkostning opvejes af den ekstra nytte.

Overfor den nyinstitutionelle økonomiske teori, står den neoklassiske teori, hvis forudsætninger ikke tager hensyn til virksomhedens interne forhold<sup>15</sup>. Den neoklassiske teori ser i højere grad aktørerne som fuldt ud rationelle. Dette betyder at der er perfekt information og ingen omkostninger ved at opnå denne. Som tidligere nævnt i dette afsnit, stemmer dette dårligt overens med afhandlingens virkelighed. Parterne på markedet, herunder både fondene, sælgerne af

---

<sup>12</sup> Nielsen (2005), s. 103 ff. og Knudsen (1997) s. 210

<sup>13</sup> Nielsen (2005) s. 104

<sup>14</sup> Due Diligence er undersøgelser, der har som formål at undersøge et muligt opkøbsemne. Dette sker typisk ved at virksomheden (opkøbsemnet) giver den potentielle køber mulighed for at få fortrolige informationer, der kan være med til at klarlægge virksomhedens juridiske og økonomiske forhold. På denne måde får køber adgang til informationer, der kan have relevans i forhold til værdiansættelsen af virksomheden. Informationer, der normalt ikke kan findes på det "almindelige" kapitalmarked. En due diligence er for så vidt alene et navn for en omfattende undersøgelse af en virksomheds forhold. Initiativtager kan være både virksomheden selv og en interesseret køber. Det er dog nødvendigt for den udenforstående at have virksomhedens accept og dermed adgang til mange fortrolige oplysninger, for at mest muligt relevante information er til rådighed for analysen. Kilde: Davidsen (2008)

<sup>15</sup> Nielsen (2005) s. 99 ff. og Knudsen (1997) s. 52

porteføljevirkomhederne, interessenter i forhold til begge, samt myndighederne vil ikke have mulighed for at opnå perfekt information og må derfor agere ud fra den viden, der er til rådighed.

Begge teoriretninger behandler dog ”verden” som ideel. Dette betyder at det f.eks. vil være muligt at finde det mest optimale forhold mellem egenkapital og gæld eller mellem forskellige aflønningsformer og incitamentsbonusser. Dette er næppe muligt i virkeligheden og teorien der fremføres må derfor ses i dette lys.

### **1.2.2 Juridisk metode**

Med udgangspunkt i det økonomiske afsnit, vil det juridiske afsnit klarlægge de skatteretlige forhold og problemstillinger, der er omkring kapitalfondene. Dette sker ved hjælp af den retsdogmatiske metode, der søger at klarlægge hvordan retstilstanden er på det givne område. Det givne område vil i nærværende problemstilling være kapitalfondenes skatteforhold. Formålet er at beskrive retstilstanden efter lovindgrebets ikrafttræden, hvilket sker igennem en analyse af retskilderne med det formål at udlede gældende ret.<sup>16</sup>

Til sidst afhandlingen være vil der i et retspolitisk afsnit, der foretager en normativ vurdering af retstilstandens indvirkning på den samfundsmæssige problemstilling.<sup>17</sup>

## **1.3 Synsvinkel**

Afhandlingen vil tage udgangspunkt i dansk lovgivning og dermed også situationen på det danske marked. Udenlandske kapitalfonde vil dog blive inddraget i det omfang, det er hensigtsmæssigt i forhold til analysen.

Det står klart, at der er forskel på den skattemæssige situation for en udenlandsk kapitalfond og en dansk kapitalfond. Med indførelsen af rentefradragsbegrænsningsreglerne er det yderligere blevet

---

<sup>16</sup> Nielsen & Tvarnø (2005) s. 27 ff.

<sup>17</sup> Nielsen & Tvarnø (2005) s. 317

mindre attraktivt i Danmark at geare selskaber i samme omfang som tidligere. Udenlandske kapitalfonde vil på baggrund heraf muligvis fravælge Danmark som investeringsland, mens denne mulighed ikke har samme relevans for danske kapitalfonde. Udenlandske kapitalfonde vil også i højere grad have mulighed for at minimere den danske skattebetaling og lade afkastet forlade Danmark uden beskatning.<sup>18</sup>

Analysen vil dog primært koncentrere sig om danske forhold og størstedelen af den empiriske information vil komme fra kapitalfondens opkøb af danske virksomheder.

Selve analyseniveauet vil være kapitalfondens og den opkøbte virksomheds niveau. Baggrunden for dette er ønsket om at have et samlet overblik over kapitalfondenes virke.

Afhandlingen vil se på kapitalfondene og analysere om og i givet fald hvorfor de kan siges at være mere effektive i driften af selskaber. Herudover vil afhandlingen anlægge en virksomhedssynsvinkel, der analyserer hvilken indflydelse en kapitalfonds opkøb kan have på en opkøbt virksomhed. Det primære vil dog være en analyse af kapitalfondene og de økonomiske og skattemæssige aspekter, der kan relateres hertil.

## **1.4 Afgrænsning**

Afhandlingens emne er kapitalfonde og deres situation på det danske marked. Relevant for dette emne er således de kapitalfonde, der agerer i Danmark og som dermed er blevet underlagt de danske regler. Det ligger derfor udenfor opgavens kommissorium at behandle udenlandske kapitalfonde, idet omfang de ikke har investeringer i Danmark og heller ikke påtænker at investere i danske virksomheder.

Det forudsættes i afhandlingen at kapitalfondene tilfører deres porteføljeselskaber værdi og der vil således ikke i afhandlingen blive taget stilling til om, hvorvidt dette rent faktisk er tilfældet. Der vil

---

<sup>18</sup> Der henvises til afsnit 4.2.3 for en nærmere gennemgang.

derfor ikke være en stillingtagen til, hvor stor en værdiskabelse kapitalfondsejerskab medfører, men der vil alene være en konstatering af, at der er forudsætninger, der gør en værdiskabelse mulig.

Herudover er der mange problematikker, der i øjeblikket samler sig omkring kapitalfondene, men som ikke har relevans i forhold til det skattemæssigt betingede kapitalfondsindgreb. Blandt disse er bl.a. spørgsmål omkring medarbejderforhold, forholdet til de opkøbte virksomheders gamle kreditorer, forholdet til evt. minoritetsaktionærer mv. Disse spørgsmål behandles ikke, da de ikke anses for at have betydning i relation til opgavens problemfelt.

Hedgefonde og venture kapitalfonde vil ligeledes ikke blive behandlet dybere i afhandlingen, da problemstillingen omkring kapitalfondene ikke direkte kan overføres til hedgefonde og venturefonde.

Lovforslaget L 23 der har som formål at justere på rentefradragsbegrænsningsreglerne vil ikke blive analyseret udover, hvad der er nødvendigt i forhold til gennemgangen af rentefradragsreglerne. Der vil således ikke være en nærmere gennemgang af betydningen af justeringen. Det forudsættes i det følgende at lovforslaget (L23) som udgangspunkt vedtages uden ændringer, således at der ikke sker nævneværdige ændring i den analyserede retstilstand.

Det er i den juridiske litteratur gjort gældende at kapitalfondsindgrebet er stridende imod EU-retten. Det er bl.a. indregning af aktier i udenlandske selskaber og en 2 års grænse for medregning af aktiver indskudt af udenlandske selskab, der bliver kritiseret.<sup>19</sup> Af pladsmæssige årsager vil dette spørgsmål dog ikke blive behandlet nærmere i denne afhandling.

Der er kun i en begrænset omfang taget hensyn til materiale, der er fremkommet efter 15. december 2008.

---

<sup>19</sup> Rønfeldt (2008)

## **1.5 Struktur**

For at få en nærmere forståelse af begrebet kapitalfonde, startes der med en gennemgang af de relevante karakteristika, der skal danne baggrund for den nærmere beskrivelse af kapitalfonde.

Der vil således i afsnittet undersøges, hvilke økonomiske og juridiske egenskaber kapitalfonde må siges at have, samt hvordan disse egenskaber er med til at bidrage til porteføljeselskabernes værditilvækst.

Herefter gennemgås forskellige kompetencer nærmere og det analyseres om disse kan imiteres og hvorvidt disse kompetencer er medvirkende til at give kapitalfondene og deres porteføljeselskaber økonomiske fordele foran andre aktører på markedet og dermed bidrager til værdiskabelsen i porteføljeselskaberne og dermed kapitalfondenes eksistensgrundlag.

Efterfølgende analyseres de skatteretlige problemstillinger omkring kapitalfondenes virke, der er relevante. I denne forbindelse ses bl.a. på forskellige former for fradrag for udgifter i forbindelse med opkøb mv.

Der konkluderes til slut og perspektiveres til en mere samfundsøkonomisk tilgang til kapitalfondene.

## 2. Kapitalfonde - karakteristika

Blandt de forskellige kapitalfonde, der opererer i Danmark findes der en lang række fælles karakteristika, der til sammen kan tjene som en beskrivelse af fondene.

Følgende stikord kan typisk anvendes om en kapitalfond:

- Kommanditselskab
- Investeringstilsagn
- Managementselskab
- Aktivt ejerskab
- Bestemmende ejerandel – koncentreret ejerskab
- Større gældsætning af porteføljeselskaberne
- Modne selskaber
- Incitamentsordninger
- Begrænset ejertid

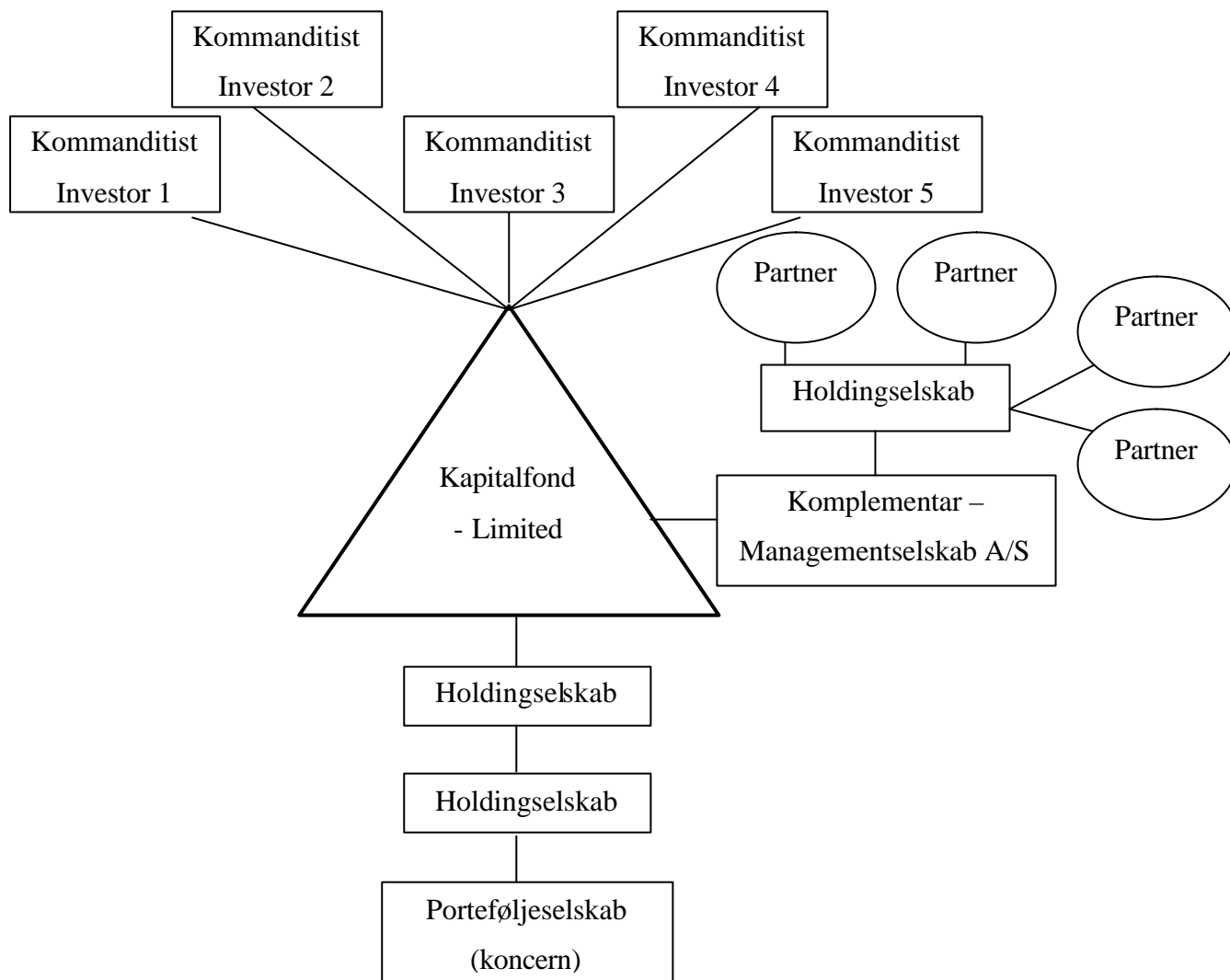
### 2.1.1 Kommanditselskab

Selskabsmæssigt forsøger kapitalfondene at optimere ejerstrukturen, hvilket kan illustreres på følgende måde<sup>20</sup>:

---

<sup>20</sup> Figuren er simplificeret. Der kan således godt være adskillige holdingselskaber, porteføljeselskaber, investorer mv. Det er også nu lig, som ved købet af TDC, at der er flere kapitalfonde, der er gået sammen om et opkøb.





Figur 1 Kilde: Egen tilvirkning

Baggrunden for denne konstruktion er, at kapitalfonden herved opnår den mest optimale selskabsmæssige struktur, set ud fra både de selskabsretlige regler og ud fra de skattemæssige regler. I det følgende gennemgås de enkelte elementer i konstruktionen.

Selve kapitalfonden vil normalt selskabsretligt være organiseret som et kommanditselskab. Fordelen herved er den relativt store aftalefrihed, der gør det muligt at opstille et fleksibelt aftalegrundlag. Dette ville ikke på samme måde være muligt med et aktie- eller anpartsselskab, der reguleres af selskabslovene. Flexibiliteten gør det muligt, at tilpasse selskabskonstruktionen til det konkrete behov og dermed opnå en mere optimal selskabsaftalestruktur.

Et kommanditselskab skal bestå af mindst én komplementar, der hæfter personligt og fuldt ud for hele selskabets gæld og en eller flere kommanditister, der hæfter begrænset.<sup>21</sup>

Investorerne i kapitalfonden deltager i kommanditselskabet, som kommanditister og hæfter således begrænset og dermed alene med deres indskud. Fordelen ved kommanditselskabet er for investorerne, at det er muligt for dem at hæfte begrænset med deres indskud<sup>22</sup>, samtidigt med at kommanditselskabet er skattemæssigt transparent eller gennemsigtigt. At være skattemæssigt transparent betyder at selskabet ”overses” i skattemæssig henseende. Dermed beskattes indtægter direkte hos selskabsdeltagerne, samtidigt med at selskabsdeltagerne har direkte fradrag for en forholdsmæssig andel af kommanditselskabets omkostninger i deres indkomstopgørelse. I Danmark er udgangspunktet, at der er total transparens, hvilket betyder at selskabet helt overses<sup>23</sup>. Ved skattemæssig transparens kan udbyttet flyde frit igennem kapitalfondene uden at der sker beskatning af udbyttet, før det modtages af investorerne. Dermed beskattes udbytte i investorenes eget hjemland og det vil således i princippet være ligegyldigt, hvor kapitalfonden er beliggende. En nærmere gennemgang af udbyttebeskatning findes senere i nærværende afhandling.

Investorerne er passive i deres investering, forstået således, at de udover de rettigheder de har ifølge kontrakten med managementselskabet og de styringsmekanismer der er heri, ikke vil foretage sig noget aktivt i kapitalfondens levetid udover at indskyde pengene, når der kommer en anmodning om dette. Passiviteten kan til dels undre, når man har for øje, at der typisk er tale om professionelle investorer, der udover at investere i kapitalfonden, også investerer i andre selskaber. Spørgsmålet er, hvilke fordele der er for disse investorer ved at investere i kapitalfonde contra investeringer i ”almindelige” aktier, hvor det er nødvendigt at have en mere aktiv rolle. Ved almindelige aktieinvesteringer skal der typisk udarbejdes strategier for, hvornår forskellige aktier skal købes og hvornår de bør sælges igen. Herudover skal det overvejes om man vil deltage mere aktivt i selskabets ledelse. Institutionelle investorer har traditionelt ikke tidligere haft en aktiv

---

<sup>21</sup> Jf. LEV § 2, stk. 2.

<sup>22</sup> Som i øvrigt ikke skal forfalde ved oprettelsen af kommanditselskabet, men skal skydes ind i selskabet senere.

<sup>23</sup> Hedetoft Madsen (2003) s. 91-92

investeringspolitik<sup>24</sup>, hvor de deltog aktivt i udnævnelsen af bestyrelsesmedlemmer eller brugte deres stemmer på generalforsamlingen. Kapitalfondenes succes med aktivt ejerskab, har dog fået de institutionelle investorer til efterhånden at benytte en forretningsgang, der nærmer sig kapitalfondenes, for på den måde at opnå nogle af de samme fordele. Der henvises i øvrigt til afsnit 2.1.4 om aktivt ejerskab.

Partnerne i managementselskabet fungerer som komplementar i kapitalfondens kommanditselskab. Komplementaren i kapitalfondens kommanditselskab vil normalt være et aktie- eller anpartsselskab, der er drevet af managementselskabet. Eftersom komplementaren, efter reglerne i lov om visse erhvervsdrivende virksomheder<sup>25</sup>, hæfter med hele sin formue, er det en fordel, kun at have en begrænset formue at hæfte for. Der er i dansk ret alene et lovkrav om en egenkapital på 125.000 kr. for anpartsselskaber<sup>26</sup> og 500.000 kr. for aktieselskaber<sup>27</sup>. Da disse selskaber er kapitalselskaber, hvorfor der er begrænset hæftelse for deltagerne i selskabet<sup>28</sup>, betyder det, at man kan ”gemme” sig bag et kapitalselskab og dermed undgå at hæfte for mere end kapitalindskuddet i anparts- eller aktieselskabet, også selvom man reelt fungerer som komplementar.

Som det anføres senere i afhandlingen, må det dog formodes at indskuddet i komplementarselskabet bliver højere end lovens krav for på den måde at tilpasse incitamenterne for managementselskabets partnere.

For skattemæssigt at optimere den selskabsretlige konstruktion indskyder partnerne et holdingselskab mellem managementselskabet, der fungerer som komplementar og dem selv. På denne måde kan udbytte udloddes uden at der skal betales udbytteskat, hvis blot holdingselskabet ejer mere end 10 % af managementselskabet.<sup>29</sup> Herudover skal holdingselskabsstrukturen typisk

---

<sup>24</sup> Spliid (2007), s. 18

<sup>25</sup> Lovbkd. nr. 651 af 15. juni 2006. Se hertil i øvrigt Mikkelsen (2007)

<sup>26</sup> ApSL § 1, stk. 3.

<sup>27</sup> ASL § 1, stk. 3

<sup>28</sup> ApSL § 1, stk. 2 og ASL § 1, stk. 2

<sup>29</sup> Se nærmere om dette under afsnit 4.2

sikre en struktur, hvormed der opnås en mere optimal fordeling af sikkerhedsstillelse overfor finansieringsinstitutter mv.

Herudover kan der være indskudt personlige holdingselskaber mellem det fælles holdingselskab og partnerne som personlige skattesubjekter<sup>30</sup>. På denne måde kan udbytte tilhørende de enkelte partnere fordeles uden skattemæssige konsekvenser hvert år. Det kan yderligere tænkes at det personlige holdingselskab er beliggende i udlandet, hvor aktieindkomst, såsom udbytte, aftale- og ejerandel eventuelt beskattes lavere end i Danmark.

Før 30. maj 2008 var det muligt for personlige skattesubjekter<sup>31</sup>, at flytte til udlandet og få henstand med den skat, der ellers skulle have været betalt af aktieavancerne. Herefter kunne man ”tømme” selskabet for værdi ved at udlodde store udbytter. Sidste skridt var en tilbageflytning til Danmark, hvor aktionæren bad om at få den ved fraflytningen opgjorte aktieavanceskat omberegnet. Omberegningen medførte et lavere skattemæssigt henstandsbeløb og dermed også en lavere skattebetaling. På denne måde kunne den skattepligtige opnå at betale langt mindre i skat, end hvis personen var blevet i Danmark. Dette forudsatte dog, at den skattepligtige flyttede til et land, hvor udbytter blev beskattet lavere end i Danmark.

Denne mulighed for minimering af skattebetalingen blev fjernet ved vedtagelsen af lov nr. 906 af 12. september 2008. Med den nuværende retstilstand betyder dette, at når en aktionær flytter til udlandet og får henstand med sin skattebetaling, så forfalder skatten efterhånden, som der udloddes udbytte eller foretages andre lignende økonomiske dispositioner, der er med til at reducere aktiernes værdi. Ydermere er det heller ikke længere muligt at få foretaget en omberegning. Dermed er det ikke længere interessant rent skattemæssigt at flytte til udlandet med sin aktiebeholdning, hvis ambitionen er at kunne undgå en skattebetaling.

---

<sup>30</sup> Dette er ikke illustreret på figur 1 .

<sup>31</sup> Ved personlige skattesubjekter menes fysiske personer, der er skattepligtige

Det er et selskabsretligt krav, at det er komplementaren, der driver kommanditselskabet<sup>32</sup>.<sup>33</sup> Dette vil også normalt være tilfældet ved ovennævnte konstruktion, da det vil være managementselskabet, der driver kapitalfonden.

Det skal anføres, at det med vedtagelsen af lov nr. 530 af 17. juni 2008 (L 181 - lov om ændring af aktieavancebeskatningsloven, selskabsskatteloven og forskellige andre love (konvertible obligationer, leasingbiler, skattemæssig selskabskvalifikation m.v.)), blev gjort mindre attraktivt, at benytte kommanditselskabsformen. Baggrunden for dette lovforslag var ikke direkte at ramme kapitalfondene, men derimod selskaber, der ved hjælp af de amerikanske ”check the box”- regler<sup>34</sup> kunne undgå at blive skattepligtige både i USA og i Danmark, hvor de var organiseret som kommanditselskaber<sup>35</sup>.<sup>36</sup> Ved hjælp af sammenspillet eller mangel på samme mellem de danske og de amerikanske skatteregler var det muligt at have et kommanditselskab, der var transparent i Danmark og dermed ikke skulle beskattes af sin indkomst her i landet og samtidigt have valgt ”check the box” i USA på selv samme kommanditselskab, hvorved selskabet herefter ville blive anset for et selvstændigt skattesubjekt efter amerikanske regler. Dermed skulle indkomsten heller ikke beskattes i USA. Dette ”skattehul”, som situationen blev betegnet som i skatteministerens svar til Folketingets Skatteudvalg på spørgsmål nr. 13<sup>37</sup>, blev lukket ved indførelsen af SEL § 2 C.

---

<sup>32</sup> Som i dette tilfælde er kapitalfonden.

<sup>33</sup> ASL § 173, stk. 8 og LEV § 2, stk. 2, 2. pkt.

<sup>34</sup> De amerikanske ”check the box”-regler giver mulighed for at vælge om et udenlandsk datterselskaber (evt. dansk) skal være et selvstændigt skattesubjekt, således at indtægter mv. skal beskattes i det land, hvor datterselskabet er hjemmehørende, eller om datterselskabet skal anses for transparent. Anses datterselskabet for transparent, skal indtægter mv. beskattes i moderselskabets hjemland, her USA. Den danske SEL § 2 A indeholder og indeholdt inden vedtagelsen af lov nr. 530 en bestemmelse, der gælder for selskaber omfattet af SEL § 1, såsom aktie- og anpartsselskaber. Aktieselskaber er dog ikke omfattet af de amerikanske ”check the box”-regler, men anpartsselskaber er.

<sup>35</sup> SEL § 2 A omfatter ikke selskaber, der er transparente ifølge dansk ret.

<sup>36</sup> Ellegaard (2008) & Steenholdt (2008)

<sup>37</sup> Spørgsmålet blev stillet under Skatteudvalgets behandling af lovforslaget og findes på [www.ft.dk](http://www.ft.dk).

SEL § 2 C bevirker at kapitalfonde, der er organiseret som danske kommanditselskaber, for fremtiden vil blive betragtet som selvstændige skattesubjekter, hvis hovedparten af deres kommanditister (over 50 %) er udenlandske.<sup>38</sup> Det afgørende er i sidste ende, om kommanditselskabet ifølge udenlandske regler, vil blive betragtet som et skattemæssigt transparent selskab eller om selskabet vil blive betragtet som et selvstændigt skattesubjekt. Herudover vil selskaber, hvor mere end 50 % af kapitalen eller stemmerne kontrolleres af en ejer, der er hjemmehørende i en fremmed stat, der ikke har indgået en dobbeltbeskatningsoverenskomst med Danmark eller som ikke har indgået en aftale om gensidig bistand med Danmark, blive skattepligtige i Danmark<sup>39</sup>, jf. SEL § 2 C. Venture fonde<sup>40</sup> undtages dog fra lovens anvendelsesområde, jf. SEL § 2 C, stk. 9.

Dette betyder, at såfremt over 50 % af kapitalfondens investorer er udenlandske og bliver kommanditselskabet i udlandet betragtet som et selvstændigt skattesubjekt, vil kommanditselskabet i Danmark blive beskattet efter SEL § 1, stk.1, nr. 2, hvormed det ikke længere er en transparent enhed. Det kan have afgørende betydning for en kapitalfondens investorer, både danske og udenlandske, at fonden ikke bliver omkvalificeret til et selvstændigt skattesubjekt. Det er således nødvendigt for managementselskabet nøje at overveje hvilke investorer, der skal indskyde kapital i netop den enkelte fond, da en sådan omkvalifikation i værste fald vil kunne ødelægge hele baggrunden for den konkrete selskabskonstruktion.

---

<sup>38</sup> Ellegaard (2008) & Steenholdt (2008)

<sup>39</sup> Skatteministeriet oplyser i sine kommentarer til FSRs høringssvar af 28. april 2008, at det bemærkes at de danske aftaler med Hong Kong, Jordan, Kuwait og Libanon ikke er aftaler, som vil fritage et selskab for dansk skattepligt. Har kommanditselskabet en investor med bestemmende indflydelse, der er bosiddende i et af disse lande, vil kommanditselskabet blive betragtet som selvstændigt skattesubjekt i dansk ret og skal derfor betale dansk selskabsskat. Ministeriets kommentarer, samt FSRs høringssvar forefindes på [www.ft.dk](http://www.ft.dk) . Bilag 1(s. 23) til L 181 – Folketings året 2007-08.

<sup>40</sup> Der er i bestemmelsen nærmere taget stilling definitionen af de venture fonde, der er undtaget efter bestemmelsen. Venture fonde blev undtaget for at være omfattet af loven, da regeringen ønskede at fremme investeringer i disse fonde. Lovindgrebet ville ellers formentligt have betydet mindre interesse fra udenlandske og danske investorer for at investere i de omfattede fonde.

Den selskabsretlige konstruktion af kapitalfonde med indtil flere holdingselskaber indskudt mellem porteføljeselskabet og kapitalfonden, skyldes primært de skattemæssige aspekter ved den danske obligatoriske nationale sambeskatning, samt forholdet omkring finansiering af opkøbet af porteføljeselskabet. Disse forhold gennemgås nærmere senere.

### **2.1.2 Investeringstilsagn**

En af fordelene ved kommanditselskaber er, at det ikke er nødvendigt for investorerne at fremkomme med kapitalen, når selskabet oprettes. Der behøves således kun et investeringstilsagn, hvor investorerne lover at stille den lovede kapital til rådighed, hvis det bliver nødvendigt. Denne mulighed benytter kapitalfondene sig af. Kapitalfondene får ”kun” et investeringstilsagn fra investorerne ved oprettelsen af fondene. Det betyder at fonden praktisk talt er uden kapital, indtil man har fundet et muligt opkøbsemne. Ved opkøbet trækker kapitalfonden på sine investorers investeringstilsagn og investorerne indbetaler først den lovede kapital på dette tidspunkt.

Ved et typisk handlingsforløb indsamler managementselskabet, der repræsenterer kapitalfonden investeringstilsagn fra indenlandske og udenlandske investorer. Der opstilles nogle kriterier, som managementselskabet kan agere under. Det kan f.eks. være, at investeringen ikke må have en længere tidshorizont end 10 år fra investeringstilsagnene er indhentet eller fra kapitalen er indbetalt, at der skal være tale om opkøb af en virksomhed af en vis størrelse, et middelstort selskab eller at selskabet skal være i en bestemt udviklingsfase.<sup>41</sup>

Når managementselskabet har fundet et egnet opkøbsemne, trækker de på investeringstilsagnet.

### **2.1.3 Managementselskab**

Managementselskabet er typisk det som omverdenen forbinder med kapitalfonden. Det er managementselskabet, der kontakter mulige investorer, indsamler investeringstilsagn, screener

---

<sup>41</sup> Den danske kapitalfond Polaris nævner på sin hjemmeside følgende investeringskriterier: omsætning over 150 mio.kr., markedsledende virksomhed, stabilt cash flow mv.

markedet for egnende opkøbssemner, forhandler med ledelsen af det mulige porteføljeselskab, optimerer selskabet og i sidste ende finder en ny køber til hertil. Investorerne er som nævnt tidligere relativt passive i deres ejerskab og indskyder derfor blot deres kapital, når managementselskabet har fundet et egnet emne.

Honoreringen af managementselskabet skal varetage forskellige formål. Det skal bl.a. sikres at der er optimalt incitament for managementselskabet til at foretage de rigtige investeringer og til at pleje investeringerne bedst muligt. Samtidigt skal det dog også være sådan, at et evt. tab på denne forholdsvist risikofyldte investering også rammer managementselskabet hårdt. Derfor vil standardaftalen med managementselskabet typisk også indeholde en aflønningsform, der forsøger at optimere incitamenterne for partnerne i managementselskabet.

Derudover er det nødvendigt at have en honorering af managementselskabet, der er uafhængig af performance, da managementselskabet vil have løbende udgifter i forbindelse med administrationen af porteføljeselskabet. For at opnå begge formål, må der arbejdes med en differentieret honorering.

Til dækning af omkostningerne, der afholdes i forbindelse med styring af porteføljeselskabet, vederlægges managementselskabet almindeligvis med en fast procentdel af de administrerede aktiver<sup>42</sup>. Som incitament til at varetage investorenes interesser bedst muligt, benyttes gerne to ordninger. Den ene ordning indeholder alene et favørelement til managementselskabet. Får investeringen et afkast over hurdle rate<sup>43</sup>, vil managementselskabet få en procentmæssig del af dette afkast.<sup>44</sup> Denne favøraflønning vil dog ikke alene give de rigtige incitamentter til managementteamet. Opnår teamet alene fordelene ved investeringen og ikke ulemperne, vil teamet have incitament til at foretage meget risikofyldte investeringer for at opnå et højere afkast, uden at

---

<sup>42</sup> Vinten (2008)

<sup>43</sup> Hurdle rate er det afkast, som investorerne har forlangt at få inden, der bliver udbetalt bonus til managementselskabet og andre. Denne forrentning af den investerede kapital vil sædvanligvis ligge på omkring markedsrenten, der vil repræsentere afkastet på en alternativ investering.

<sup>44</sup> Managementselskabet kan således kun opnå en ekstra indtjening, hvis det formår at indtjene mere på investeringen end investorerne kunne have fået andre steder.



indkalkulere risikoen og dermed tage højde for et potentielt tab ved investeringen. Derfor bør der gælde samme incitamentsstruktur for managementteamet, som der gælder for ledelsen af porteføljeselskabet. Der henvises til afsnit 2.1.8 for en nærmere redegørelse heraf. En forskel er dog at managementselskabet typisk vil investere i et separat aktie- eller anpartsselskab, der derefter investerer som komplementar i kommanditselskabet/kapitalfondene, mens ledelsen af porteføljeselskabet kun vil investere i selve porteføljeselskabet. Med ordningen omkring managementteamets investering i et kapitalselskab, der indtræder som komplementar i et kommanditselskab, sikres det samtidigt også at det er komplementaren, der leder selskabet.

### **2.1.4 Aktivt ejerskab**

Betegnelsen dækker over en styringsform, der giver mulighed for at styrke samarbejdet mellem ejerne og ledelsen af selskabet. Via et øget samarbejde styrkes organisationen som helhed og derigennem kan virksomhedens værdi øges. Hvilke delkomponenter, der er med til at forme denne styringsform, afhænger af udgangspunktet for organisationen.

Det anføres ofte, at et mere aktivt ejerskab er med til at styrke ledelsen i dens daglige virke, da en del af det aktive ejerskab medfører, at managementselskabet og bestyrelsen får større viden omkring virksomhedens tilstand og fordi der ofte nedsættes forskellige støttefunktioner mellem bestyrelsen og ledelsen, der gør sparring mellem de to ledelsesfunktioner muligt.<sup>45</sup> Det er nødvendigt for en bestyrelse under det aktive ejerskab, at modtage relevant information fra ledelsen om selskabets status og den løbende drift, oftere end ellers, for på den måde at kunne komme med en hurtig reaktion, hvis et bestemt forhold ikke udvikler sig i den ønskede retning. Derfor vil der i større omfang end før opkøbet ske en udvidet rapportering<sup>46</sup> til bestyrelsen og managementselskabet, samtidig med at disse hyppigere end tidligere afholder møder.

---

<sup>45</sup> CEBR (2008), s. 54 og DVCA (2008) s. 49

<sup>46</sup> Spliid (2007), s. 21

Ydermere tilsiger principal-agent teorien<sup>47</sup> at et af problemerne ved organisationer, der ikke er ledet af ejerne selv, er asymmetrisk information. Det kan være svært for principalen at overvåge agentens handlinger og principalen kan derfor ikke kontrollere agenten i det fornødne omfang. Kapitalfondene forsøger at komme udover dette, bl.a. ved at sørge for at ledelsen får øget indberetningspligt.

Herudover medfører det aktive ejerskab en mere aktiv bestyrelse, samt et managementselskab der hele tiden har til opgave at sikre den overordnede strategis succesrige implementering.

Med til det aktive ejerskab hører delkomponenter, som er med til at kendetegne kapitalfondes opkøb og ledelse af porteføljeselskaber, herunder i mange tilfælde ændring af selskabets bestyrelse og kapitalstruktur. Samtidigt kan et skift i ejerkredsen alene betyde en højere selskabsværdi, hvis de nye ejere, i højere grad end de tidligere, besidder nogle egenskaber, der kan være med til at styrke selskabet i dets videre udvikling.<sup>48</sup> Med til disse egenskaber hører bl.a. en større og lettere adgang til kapital,<sup>49</sup> en strategi, der er fastlagt fra starten, opkøbet er sket med et bestemt og klart defineret formål og har baggrund i en fastsat plan for den videre udvikling af selskabet.<sup>50</sup> Den mere aktivt deltagende ejer, der sammen med selskabets ledelse, arbejder med at optimere selskabet vil give markedet et mere positivt indtryk af porteføljeselskabet.

Den langt mere aktive ejer<sup>51</sup> og de incitamentsstrukturer, der skal gøre det attraktivt for de personer, der er involveret i porteføljeselskabets udvikling og drift<sup>52</sup>, skal i sammenhæng tjene de virkelige

---

<sup>47</sup> Principal-agent teorien gennemgås nedenfor i afsnit 2.1.8: Incitamentsordninger

<sup>48</sup> Frigast (2008) og CEBR (2008), s. 53

<sup>49</sup> Det kan hertil anføres, at kapitalfondene vil have nemmere ved at fremskaffe nødvendigt kapital end det almindelige aktiemarked. Baggrunden herfor er, at fonden ikke skal igennem den lange proces med at forhøje aktiekapitalen på børsen.

<sup>50</sup> Frigast (2008)

<sup>51</sup> Her menes managementselskabet og dets partnere, der reelt fungerer som ejer af selskabet.

<sup>52</sup> Både ledelsen af porteføljeselskabet og partnerne i managementselskabet.

ejeres interesse (investorerne). Dette samt andre forhold, som bidrager til det mere aktive ejerskab, gennemgås i det følgende.

### **2.1.5 Bestemmende ejerandel – koncentreret ejerskab**

At implementere en ny strategi i en virksomhed kræver, at der er opbakning fra ejerne, således at det bliver muligt at fuldføre strategiændringen uden at interne magtkampe i selskabets ledelse og bestyrelse forhindrer eller vanskeliggøre dette. Forskellige signaler omkring virksomhedens strategi vil give anledning til støj overfor interessenterne og dermed en usikkerhed omkring virksomheden, hvilket i de fleste tilfælde ikke vil være hensigtsmæssigt og hvilket kan skade den videre proces omkring optimering og det senere salg af selskabet. Det er således nødvendigt med en ensretning af selskabet, da forskellige interesser hos aktionærerne kan være til hinder for at der opnås den størst mulige værdiskabelse. Herudover er der et incitamentsmoment i at eje en så stor del af selskabet som muligt og dermed erhverve ret til det ekstra afkast, der kommer gennem optimeringen. Grossman og Hart<sup>53</sup> anfører i deres artikel, at mindretalsaktionærer vil have tilskyndelse til at beholde deres aktier i stedet for at sælge til en ny hovedaktionær, da de kan "Free Ride"<sup>54</sup> den nye ejers bestræbelser på at optimere selskabet.<sup>55</sup> Grossman og Hart anfører, at dette medfører at færre overtagelser finder sted end hvad der for samfundsøkonomien vil være mest nyttigt. Løsningen på dette problem kan være en aktionæroverenskomst mellem de nye majoritetsaktionærer og mindretalsaktionæren, der begrænser de fordele minoritetsaktionæren ville få af at beholde sine aktier. Dette kræver dog en frivillig aftale mellem aktionærerne, hvilket kan være et problem.

Kapitalfondene går dog normalt videre end bestemmende indflydelse. Det er deres målsætning at overtage hele selskabet, da dette, som tidligere nævnt, har visse fordele.

For det første er der ikke længere hensynet til minoritetsaktionærernes interesser, samtidigt med at der kan ske en eventuel afnotering af selskabet på børsen. Efter en afnotering af selskabet, er der

---

<sup>53</sup> Grossman (1980)

<sup>54</sup> Se teorien om Free Rider nedenfor

<sup>55</sup> Dette er i princippet hvad ATP gjorde i stedet for at sælge sine aktier i TDC.

ikke længere krav om afgivelse af den samme informationsmængde til offentligheden, og fondsbørsens skrappe regler om intern viden behøver ikke længere blive overholdt.

På grund af kapitalfondenes investeringsstruktur, hvor der vil blive udloddet ekstraordinært udbytte til at finansiere en del af opkøbet med, vil det være en fordel for kapitalfonden at eje hele selskabet. Ejes hele selskabet vil det ikke have betydning for koncernen at udlodde et ekstraordinært udbytte, da kapitalen stadigvæk vil være til rådighed i koncernen. Ejes hele selskabet ikke, som i TDCs tilfælde, betyder det at en del af det udbytte, der udloddes, ikke bliver i koncernen.<sup>56</sup> Dermed er det nødvendigt at fremmedfinansiere en større del af opkøbet.

Koncentreret ejerskab:

Spredt ejerskab kan forhindre en ensretning af virksomheden og samtidig give ledelsen mulighed for at styre virksomheden på egen hånd, da aktionærerne vil have svært ved at udøve deres ejerskab aktivt. Småaktionærer vil ikke finde det interessant at udøve deres ejerskab aktivt og dermed er der åbnet op for Free Rider problematikken.

Teorien omkring Free Rider beskriver problemstillingen omkring delte og begrænsede ejerrettigheder og den nytte den enkelte ejer har af de for fællesskabet nyttige og nødvendige handlinger. Problemet opstår fordi, omkostningerne for den enkelte aktionær til at udøve sit ejerskab aktivt er for store i forhold til den merværdi, den enkelte aktionær får, som følge af den aktive indsats. Derfor vælger mange småaktionærer at være passive, også selvom det er i den samlede aktionærkreds interesse, at der udøves aktivt ejerskab.

Problemstillingen kan illustreres således:

Et børsnoteret selskab ejes af mange småaktionærer, samt nogle få store institutionelle investorer. De mange småinvestorer vil have incitament til ikke at overvåge ledelsen i selskabet, da deres udbytte heraf ikke vil være stort nok til at dække omkostningerne ved udøvelsen af kontrollen. Den

---

<sup>56</sup> Der blev i TDC udloddet 43,5 mia. kr., hvor af de 5,1 mia. kr. gik til de mindretalsaktionærer, der sidder på 11,8 % af aktierne. Kilde: Spliid (2007)

enkelte småaktionær vil derfor undlade at overvåge ledelsen og satse på at de andre ejere varetager denne funktion<sup>57</sup>. Dermed svækkes ejernes rolle generelt som øverste selskabsorgan. Med mange småaktionærer og nogle få store institutionelle investorer, der traditionelt heller ikke deltager aktivt i selskabets ledelse<sup>58</sup>, får direktionen et stort råderum. Som eneejer, er problemet med Free Riders ikke længere relevant, da eneejeren vil have incitament til at udøve sit ejerskab fuldt ud. Herudover opnår man yderligere den fordel, at der ikke er usikkerhed forbundet med hvem, der faktisk har kontrollen over selskabet.

En svag bestyrelse kan medvirke til at forstærke spørgsmålene omkring ejernes autoritet og styrke, hvilket kan svække et selskabs evne til at skabe værdi. For virksomheder der drives af ejeren, er denne problematik ikke på samme måde aktuel. Derfor er det vigtigt for værdiskabelsen, at der udøves aktivt ejerskab.

### **2.1.6 Større gældsætning af porteføljeselskaberne**

For at opnå forskellige formål, som gennemgået nedenfor, optimeres kapitalstrukturen i de opkøbte virksomheder.

For det første har kapitalfondene ikke rådighed over ubegrænsede mængder af kapital. At trække på investeringstilsagn fra investorer, er således ikke omkostnings- eller problemfrit. Som det anføres nedenfor, må det formodes at investorerne har et højere krav til afkast, som følge af deres større risikopræmie og dermed er denne kapital dyrere end fremmedkapitalen. Derfor vil det i sidste ende ikke være muligt eller aktuelt for kapitalfonden at finansiere sig med for meget indskudskapital. Provenuet ved salget af porteføljeselskabet vil ikke kunne finansiere de øgede krav til afkast. Det er derfor nødvendigt for fonden at benytte sig af gældsfinansiering til brug for opkøbet.

---

<sup>57</sup> Aktionæren vil "shirke".

<sup>58</sup> ATP anfører på deres hjemmeside, at de som princip altid stemmer for bestyrelsens forslag. Dette kan næppe anses for aktiv involvering i selskabets drift. Det kan hertil bemærkes at ATP ikke fulgte TDCs bestyrelsesforslag i spørgsmålet om salget af TDC til NTC.

Kapitalfondene vælger typisk at geare selskabet meget og foretage en Leveraged Buy Out<sup>59</sup>. På den måde er det også muligt for fonden at købe større virksomheder end ellers med den kapital som kapitalfondene har fået tilsagn om.

En anden baggrund for denne finansieringsstruktur er, at ledelsen og ejerne, når de består af forskellige personer, ikke altid har sammenfaldende interesser. Dette kommer bl.a. til udtryk under kapitalstrukturen, hvor ledelsen ønsker en så stor egenkapital, som muligt, således at der er god mulighed for at manøvrere rundt, mens ejerne har et ønske om en kapitalstruktur, der skaber de rette incitament for selskabets ledelse. Ledelsen kan også have et ønske om en stor egenkapital, der kan anvendes som en buffer i modgangstider, samtidigt med at det giver ledelsen et større råderum i forbindelse med investeringsbeslutninger mv.

Ved at øge gældssætningen i virksomheden, gives der incitament til ledelsen til at sikre sig et stabilt cash flow. Et stabilt cash flow er nødvendigt, hvis gælden skal tilbagebetales. Kan gælden ikke tilbagebetales, risikerer selskabet at gå konkurs, hvilket også vil ramme ledelsen, der også har investeret penge i selskabet på lige fod med de øvrige investorer. På den måde bliver det også vigtigt med en god performance på kort sigt.

Optagelse af meget gæld i selskabet kan bruges som et disciplinerende middel. Michael Jensen anfører<sup>60</sup>, at det er vigtigt at have gælden tæt på ledelsen, således at denne hele tiden føler sig presset til at sikre selskabets gode performance og dermed sikre det stabile cash flow.

Med en reduceret egenkapital er der heller ikke penge til fejlslagne investeringer, hvorfor en dårlig investering vil ramme selskabet særligt hårdt.

Har virksomheden en for høj gearingsgrad, risikeres det at selv gode investeringer ikke kan blive realiseret. Et tilsagn fra kapitalfondene om at den evt. vil skyde flere penge ind i selskabet, kan være

---

<sup>59</sup> Definitionen på en Leveraged Buy Out(LBO) er en virksomhedsoverdragelse, der bliver finansieret ved optagelse af meget gæld. Møller (2004), s. 143

<sup>60</sup> Jensen (1989)

et forkert signal at sende. Et sådant udsagn kan ødelægge den incitamentsstruktur overfor ledelsen, som finansieringsstrukturen har som formål at oprette. Herudover må det formodes, at et sådant investeringstilsagn alene vil blive opfattet som værdifuldt for modtageren, hvis der er nogle konsekvenser (evt. økonomiske) forbundet med at afgive tilsagnet. Der kan stilles spørgsmålstejn ved det oprigtige eller troværdige i et udsagn der reelt er uden konsekvenser for den der ytrer det.

Omvendt må det formodes at kapitalfonden er i stand til at finansiere gælden billigere, hvis bankerne ved, at kapitalfonden vil indskyde flere penge i selskabet, såfremt selskabet kommer i økonomiske vanskeligheder, da der dermed vil være lavere risiko for banken ved lånet.

Det kan yderligere anføres, at en konkurs i porteføljeselskabet vil kunne skade managementselskabets omdømme betragteligt og det kan derefter være svært for managementselskabet at stable en fornuftig finansiering på benene til næste opkøb.<sup>61</sup> Dette kan i selv sig være et incitament for managementselskabets partnere til at agere klogt på markedet og sikre at ingen af porteføljeselskaberne kommer i økonomiske vanskeligheder.

Kapitalfondens motiver for et gearet opkøb, relaterer sig også til det faktum, at egenkapital er en dyrere finansieringskilde end gældsfinansiering. Dette skyldes at udbytte til aktionærene normalt er efterstillet kreditorernes betaling og derfor vil aktionærene/investorerne kræve et risikotillæg for at stille deres kapital til rådighed for virksomheden.

Samtidigt har fremmedkapitalen fordele skattemæssigt i forhold til egenkapitalen. Modigliani & Miller indførte i deres artikel fra 1963<sup>62</sup> selskabsskat i deres model fra 1958<sup>63</sup> og beviste dermed, at i et perfekt marked uden omkostninger til konkursbehandlinger og med fuldkommen information, vil rationelle virksomheder vælge 100 % fremmedkapital, da udgifterne hertil kan fratrækkes. Indføjes muligheden for financial distress, samt omkostninger forbundet med dette og forbudet mod

---

<sup>61</sup> CEBR 2008, side 16

<sup>62</sup> Modigliani (1963)

<sup>63</sup> Modigliani (1958)

selvfinansiering i dansk ret<sup>64</sup>, bliver det klart, at 100 % fremmedkapital ikke er relevant. Herudover er der også det faktum, at relevansen af rentefradraget forsvinder, hvis der ikke er tilpas stor indkomst i selskabet, således at der er indtægter at få fradrag i. Yderligere har rentefradragsbegrænsningsreglen i L 213 – kapitalfondsindgrebet gjort det langt mindre attraktivt for store selskaber at have for stor gæld og dermed store renteudgifter. Reglerne gennemgås i afsnit 4.3.4.

Finansiering ved hjælp af fremmedkapital vil blive gradvist dyrere og mindre attraktivt jo højere gearing selskabet i forvejen har. Dette skyldes, at der vil være en øget risiko for kreditorerne, i et selskab med stor gæld, hvis selskabet kommer i økonomiske vanskeligheder. Dermed skal finansieringsinstitutionerne have en større risikopræmie og omkostningerne forbundet med større gældsoptagelse bliver dermed højere. Kapitalfonden vil opleve at det bliver dyrere at låne kapital.<sup>65</sup>

Det er derfor en afbalancering af forskellige forhold, der i sidste ende bestemmer det ideelle forhold mellem egenkapital og fremmedkapital i selskabet.

Gælden kan placeres i et holdingselskab og forblive der, eller den kan optages af holdingselskabet og senere blive overtaget af porteføljeselskabet. Hvad der er mest optimalt vil afhænge af faktorer som gældens art, gældens civilretlige stilling og den skatteretlige betydning af gældens placering.

### **2.1.7 Modne selskaber**

Når kapitalfondene søger efter nye mulige target selskaber, søger de som regel efter selskaber, der i flere år har været stabile cash cows og som har en ledende markedspostion. Selskabet kan eventuelt være gået i stå i den videre udvikling og der kan være behov for en opstramning af ledelsesforholdene i selskabet. Det vigtige er, at der er en mulighed for at udvikle og forbedre selskabet yderligere. Dette skal enten kunne ske gennem frasalg af dele af selskabet, der ikke

---

<sup>64</sup> ASL § 115, stk. 2

<sup>65</sup> CEBR 2008, side 115



relaterer sig til den primære drift<sup>66</sup> eller opkøb af relaterede virksomheder, der kan være med til at skabe synergieffekter til porteføljeselskabet. Det hævdes ofte at kapitalfondene tømmer selskaberne for værdi, men oftest er der tale om at det er nødvendigt at finde tilbage til selskabets kernekompetence, således at kræfterne kan samles om det, der skaber mest værdi.

Penrose anfører i sine artikler fra 1950'erne<sup>67</sup>, at virksomheden er begrænset i sin vækst på grund af ledelsens erfaringsmæssige vidensopbygning. Den gradvise erfaringsopsamling i en virksomhed, vil være med til at "frigive" ledelsesmæssige ressourcer i organisationer, således at virksomheden kan vokse kontrollabelt. Penrose påpeger at det er denne vidensopbygning, der giver virksomhederne deres konkurrencemæssige fordele i forhold til konkurrenterne.

Vokser virksomheden udover, hvad ledelsen kan håndtere, vil det medføre tab af kontrol, hvilket yderligere vil medføre at der vil være manglende sammenhæng og integration i organisationen. Virksomheder er således begrænset i deres vækst, hvis ledelsen ikke har det fornødne kendskab til nye markeder. Til dette har Alfred Chandler (1990)<sup>68</sup> anført at problemet for store virksomheder, der havde mange diversificerede afdelinger er, at den øverste ledelse ikke har det fornødne overblik og kendskab til de enkelte afdelinger. Dermed mistes mange potentielle værdiskabende synergieffekter. Ressourcerne bør derfor koncentreres om selskabets kernekompetence, hvor der i forvejen er opbygget en viden, som kan give selskabet konkurrencemæssige fordele over for konkurrenterne. En udvidelse af selskabets forretningsområde kan ske i det omfang og i den hastighed, det er muligt for selskabets ledelse at opnå og opbygge en tilstrækkelig viden herom.

Det er formentlig heri, at den vigtigste forskel mellem kapitalfondes og venture fondes investeringsstrategier kan findes. Venture fonde investerer typisk i helt unge selskaber, der står foran en potentiel stor vækst, men hvor der er mange usikkerhedsmomenter og hvor ledelsen i selskaberne i mange tilfælde vil have brug for noget sparring og kapital, mens kapitalfondene

---

<sup>66</sup> Et eksempel er TDCs salg af datterselskaberne rundt om i Europa, efter TDC var blevet overtaget af NTC. Et andet eksempel er opsplitningen af Royal Copenhagen og Georg Jensen.

<sup>67</sup> Penrose (1955), Penrose (1959) & Knudsen (1997) s. 330 ff.

<sup>68</sup> Chandler (1990)

investerer i selskaber, der allerede er forbi dette stadie og hvor ledelsen – i hvert fald direktionen - i højere grad har et stort kendskab til selskabet, som kapitalfonden kan benytte sig af.

### 2.1.8 Incitamentsordninger

Spørgsmålet om en medarbejders motivation til at handle i arbejdsgiverens interesse, har interesseret økonomer igennem mange år. Adam Smith<sup>69</sup> nævnte første gang problematikken omkring agents virke i forhold til principalens interesse. Han anførte bl.a. at det ikke kan forventes at en agent i samme grad som ejeren, driver virksomheden med samme interesse.

Senere har Berle & Means<sup>70</sup> i deres bog beskrevet hvordan ledelsen(agenten) i et selskab ofte vil forsøge at bruge sin interne viden til at forfølge egne interesser, hvilket ikke altid vil føre til en maksimering af selskabets værdi.

Teorien omkring principal/agent forholdet er relevant, hvor der eksisterer to personer og den ene part er underlagt den andens autoritet. Det antages at parterne har modstridende interesser og at begge ønsker at nyttemaksimere. Teorien kan relateres til forholdet mellem arbejdsgiver og dennes ansatte, men også til andre situationer, herunder en nationalstat og dennes indbyggere.

Antages det at den ansatte modtager en fast løn, der ikke varierer med indsatsen eller outputtet, vil den ansatte ikke få mere nytte af, at arbejde hårdere eller længere. Den ansatte vil derfor have incitament til at levere en mindre arbejdsindsats end hvad der er i arbejdsgiverens interesse<sup>71</sup>. Arbejdsgiveren kan derfor være nødt til at kontrollere og overvåge medarbejderen, for at sikre sig at denne hele tiden arbejder i virksomhedens interesse. Dette vil dog være omkostningskrævende og det må antages at det ikke vil være økonomisk rationelt, at opnå en fuldkommen information om medarbejderens arbejdsindsats, da den ekstra omkostning opnåelse af fuldkommen information vil kræve, ikke vil bibringe arbejdsgiveren proportionalt mere nytte. Medarbejderens faktiske

---

<sup>69</sup> Smith (1776)

<sup>70</sup> Berle (1932)

<sup>71</sup> Ross (1973)

handlinger vil derfor i et vist omfang være skjult for arbejdsgiveren og denne vil derfor ikke være i stand til at kontrollere den ansattes arbejdsindsats<sup>72</sup>.<sup>73</sup>

Arbejdsgiveren vil heller ikke have fuldkommen information om arbejdstagerens præferencer og arbejdsgiveren vil dermed ikke kunne gennemskue om den ansatte har præferencer om at arbejde i arbejdsgiverens interesse eller om præferencerne giver arbejdstageren incitament til at agere på en måde, der ikke er overensstemmende med arbejdsgiverens interesser. Der kan f.eks. være forskelle i arbejdsgiverens og arbejdstagerens risikoaversion, hvilket giver mulighed for forskellige vurderinger af en handling. Har arbejdstageren en stor risikoaversion i modsætning til arbejdsgiveren, vil arbejdstageren ikke foretage en handling, der kan være i arbejdsgiverens interesse, hvis risikoen ved handlingen af medarbejderen vurderes at være for stor.

Principal/agentteorien bruges ofte til at beskrive børsnoterede selskaber i forholdet mellem aktionærene(ejerne/principalen) og ledelsen(agenten) af selskabet<sup>74</sup>. Jensen og Mecklin<sup>75</sup> undersøger forholdene mellem ejerne og ledelsen i selskaber og ser bl.a. på omkostninger til at begrænse agentens incitament til at handle i modstrid med ejernes interesser. De ser bl.a. på gældens disciplinerende virkning i forhold til agentens valg af handlinger, samt på hvilke andre tiltag, der begrænser agentens incitament til at handle i modstrid med ejernes interesser.

Da principalen ikke uden omkostningstung overvågning og kontrol af agenten, kan sikre at agentens handlinger maksimerer principalens nytte, må principalen i stedet give agenten incitament til at handle, som principalen ønsker.

Et eksempel kan være at agenten har større nytte af at være leder for et stort selskab og derfor vælger at opkøbe andre virksomheder. Dette vil ikke nødvendigvis være i aktionærernes interesse, hvis der ikke kan skabes synergieffekter ved opkøbet. Ledelsen kan også have et ønske om at

---

<sup>72</sup> Der er Hidden action

<sup>73</sup> Holmström (1979)

<sup>74</sup> Hendrikse (2003) s. 91 ff.

<sup>75</sup> Jensen (1976)

sprede selskabets risiko<sup>76</sup> ved at have en differentieret produkt/virksomhedsportefølje og ledelsen skaber derfor et konglomerat gennem opkøb af virksomheder. Argumentet kan være at ledelsens position dermed også er sikret. Ledelsen kan herefter argumentere for at spredning af risikoen også vil være i aktionærernes interesse, men den kapital der bruges til spredning af risikoen, kunne aktionærerne lige så vel have fået udbetalt og derefter kunne de med selv have valgt om de ville sprede deres risiko og i givet fald hvordan.<sup>77</sup>

Disse disponeringer af agenten på principalens vegne skal tilpasses, således at agentens incitament er gået i retning af en optimering på vegne af principalens interesser.

Det er i litteraturen på området slået fast, at denne ensretning ikke vil være omkostningsfri og det er derfor nødvendigt for principalen at foretage en økonomisk afvejning af, hvilke tiltag denne vil gøre sig og hvad der ønskes opnået.

Som tidligere anført kan principalen forsøge at iværksætte overvågningsforanstaltninger, der skal give ham et indblik i agentens arbejde. Men "hidden action"-problematikken betyder at der er visse af agentens handlinger, som principalen ikke vil kunne gennemskue. Herudover er der et omkostningsspørgsmål. Det vil være alt for omkostningskrævende for principalen, at forsøge at opnå fuldkommen viden om agentens handlinger og principalen kan derfor overveje en løsning, der giver agenten samme fordele ved en handling som principalen. På denne måde ensrettes agentens incitament og denne vil i større udstrækning vælge at handle på en måde, der optimerer principalens nytte og dermed også agentens egen nytte.

En metode til at opnå dette, er at regulere sig ud af problemstillingen via kontrakter. Problemet med denne løsning er dog, at det er særdeles svært at regulere alle forhold og dermed lave en utømmende kontrakt. Dette vil også være meget omkostningstungt. En anden metode er, at gøre agenten til en del af aktionærerne. På denne måde vil agenten blive påvirket af de samme værdisvingninger, som

---

<sup>76</sup> Og dermed sikre virksomheden hvis et indtægtsområde oplever nedgang.

<sup>77</sup> Møller (2004), s. 118

aktionærene og vil derfor også have incitament til at træffe beslutninger, der fører til stigninger i selskabets værdi. Ved at gøre agenten til aktionær, opnår man at agentens handlinger tilpasses, således at agenten også får fordelene af sine handlinger.

Det er særdeles udbredt i erhvervslivet at tildele ledelsen aktieoptioner, således at ledelsen også har en interesse i en værdistigning af selskabet.<sup>78</sup> Aktieoptioner er således i dag, mange steder en naturlig del af aflønningen af ledelsen.

Med aktieoptioner har den leder/medarbejder, til hvem optioner er tildelt, ret til at erhverve aktier til en på forhånd fastsat kurs for dermed at give lederen sammenfaldende interesser med aktionærene. Dette vil dog ikke fuldt ud være tilfældet. Lederen vil have en fordel, hvis det går fremad for virksomheden og aktiekursen stiger. Lederen opnår derved en gevinst ved at have købt aktierne til en lavere pris, end hvad de er værd, fordi virksomhedens værdi og aktiekursen dermed er steget. Hvis aktiekursen ikke udvikler sig gunstigt og aktiernes værdi er lavere end den værdi, lederen ifølge aktieoptionen skal betale for at udnytte den, kan lederen undlade at benytte sig af sin option og kan dermed undgå at lide et økonomisk tab. Lederen vil således have stor fordel af en stigning i aktiekursen, mens et fald ikke vil berøre ham. Dermed skabes der et incitament til at satse stort og dermed enten opnå en stor gevinst til virksomheden eller et stort tab. Det må derfor anføres, at aktieoptioner ikke giver ledelsen fuldstændigt interessesammenfald med aktionærene. Ledelsen har reelt ikke samme risikoprofil, som aktionærene og vil derfor heller ikke helt forfølge den for aktionærene optimale strategi.

Kapitalfondene vælger af denne årsag en anderledes strategi, når ledelsens incitamenter skal styrkes. Fondene har det som krav til ledelsen, at de investerer på linje med kapitalfondens egne investorer. På denne måde sikrer man komplet interessesammenfald og samme risikoprofil. Beløbet der skal investeres, skal være så tilpas højt, at lederne også vil blive ramt økonomisk hårdt, hvis

---

<sup>78</sup> Se Beskæftigelsesministeriet (2003).

selskabet får økonomiske problemer.<sup>79</sup> Der skal derfor investeres stort og det kan derfor være nødvendigt for lederen at lånefinansiere en stor del af indskuddet og dermed udsætte den personlige økonomi for en risiko.

Udover kravet om medinvestering i selskabet vil der under kapitalfondens ejerskab være bonusprogrammer, der skal sikre at kortsigtede strategier og mål føres ud i livet og at der dermed også er incitament hos ledelsen til at arbejde med disse strategier.

Der findes flere modeller end den ovennævnte. Effekten vil være den samme og essensen er at der vil være en høj aflønning af medarbejderen/direktionen, hvis der er et højt afkast til investorerne, mens at der alene vil være en normal aflønning, såfremt der ikke opnås en stor værdistigning eller et højt afkast. Dette gælder også for honoreringen af managementselskabet.

### **2.1.9 Begrænset ejertid**

Som tidligere nævnt har kapitalfondene en begrænset levetid. Dette skyldes forskellige forhold. Ét er investorerne forhold, noget andet er de forhold, der gør sig gældende omkring den strategi der er lagt for opkøbet. Målet med strategien er, at opkøbe en virksomhed (ofte en af markedet undervurderet virksomhed), optimere denne og sælge den videre enten via fondsbørsen, eller til en industriel eller finansiell investor (evt. til en anden kapitalfond). Ved at have en begrænset ejertid sikres, at det er nødvendigt med ”et stramt program”. Optimeringen af selskabet skal ske hurtigt og der er ikke tid til at lave mange fejltagelser. Dermed skærpes kravene til ledelsen, der hurtigt skal skabe værdi. Der skabes dermed en ”sense of urgency”, der kan være med til at influere positivt på selskabets præstation. Det kan dog anføres at begrænsningen i ejertiden også kan tænkes at have en negativ effekt, da en del af de spillere, der har medvirket til at der er kommet en værdistigning i selskabet, må formodes at forlade selskabet, efter at det er blevet solgt af fonde.<sup>80</sup>

---

<sup>79</sup> Ved NTC's opkøb af TDC har ledende medarbejdere i TDC i alt investeret 51,5 mio. kr. TDC's tidligere administrerende direktør Jens Alder havde således alene investeret 10 mio.kr.

<sup>80</sup> Vinten (2008), s. 19

Porteføljeselskabets virkelige værdi vil først vise sig ved salget af selskabet, og det er dermed først på dette tidspunkt, at investorerne, ledelsen og managementselskabets partnere får det fulde udbytte af deres investering og evt. arbejdsindsats.

Investorerne vil således først få deres afkast af investeringen, når porteføljeselskabet er solgt og kapitalfonden nedlægges.

Ledelsen i porteføljeselskabet har deltaget i investeringen og vil derfor også først få fordelene af investeringen efter et totalt salg af selskabet, hvor de gerne skulle opnå en gevinst på det "tvungne" aktiekøb.

Managementselskabet og dets partnere vil, udover den belønning de opnår via deres egen private investering i porteføljeselskabet, få tildelt en del af selskabets værdistigning. Der vil ofte være tale om en såkaldt carried interest på ca. 20 %, der beregnes af værdistigningen udover hurdle raten<sup>81</sup>. Værdien af denne aflønning afhænger dog som bekendt af den samlede værdistigning på selskabet og denne kan først fastsættes endeligt ved et salg.

Til trods for de ovennævnte forhold, vil det dog i de fleste tilfælde være muligt for managementselskabet, at få udvidet længden af ejerskabet og dermed fondens levetid med et begrænset tidsrum. Muligheden vil være indført i kontrakten mellem managementselskabet og kapitalfondens investorer og vil ofte have nogle restriktive bestemmelser omkring hvornår det vil være tilladt at udskyde et salg. Dette sker for at beskytte selskabets værdi. Muligheden må således ikke for omverdenen virke som et brugbart og let tilgængeligt alternativ, da signalværdien kan betyde at tidshorizonten reelt udvides og at markedet og interessenterne vil derfor ikke have tiltro til et udsagn om en begrænset ejertid. Markedet kan også tænkes at opfatte en udskydelse af fristen, som en identifikation af, at virksomheden er usælgelig. Dette vil kunne mindske den værdi virksomheden ellers ville kunne sælges til på et senere tidspunkt.

---

<sup>81</sup> Hurdle raten vil ofte være ca. 8 %. Formålet med hurdle raten er at have en minimumsgrænse, hvorunder managementselskabet ikke opnår deres attraktive honorering.

Derfor er det nødvendigt med nogle økonomiske konsekvenser overfor managementselskabet og selskabets ledelse, hvis selskabet ikke når at blive salgsmoment indenfor fristen og fristen derfor må skydes i et år eller mere. Disse konsekvenser må formodes at være en del af aftalegrundlaget med investorerne sammen med de betingelser, der stipulerer hvornår det er muligt at udvide fristen

Der kan dog være flere forhold, der gør sig gældende i forhold til, hvorfor et salg af porteføljeselskabet ikke er muligt, og det er nødvendigt at lade disse ting være elementer der indgår i de overvejelser, der ligger bag det ovennævnte input til det aftalegrundlag, der skal regulere kapitalfondens virke.

Forhold der ikke kan tilskrives hverken managementselskabet eller ledelsen i selskabet, vil det ikke være rimeligt at straffe disse for.

Er der en økonomisk krise i samfundet, kan det være svært for managementselskabet at opnå den rigtige pris for selskabet og det kan derfor være nødvendigt og reelt nok at bruge længere tid til på at finde den rigtige køber.<sup>82</sup>

Er årsagen til at man ikke har fundet den rigtige køber, at managementselskabet ikke har formået at optimere selskabet til det givne niveau og dermed gøre det interessant for markedet, kan der argumenteres for, at det er managementselskabet, der skal straffes økonomisk for den byrde, der pålægges investorerne, når de ikke kan trække deres penge ud til tiden.

Det må således nøje overvejes, hvilke grunde der kan accepteres ved en udsættelse af fristen og hvilke grunde, der vil kunne lægges managementselskabet til last, således at en kontrakt der regulerer det pågældende forhold, vil indeholde den optimale løsning på problemstillingen.

---

<sup>82</sup> Det kan hertil bemærkes, at kapitalfondene i efteråret 2008 umiddelbart har valgt at udskyde salget af deres porteføljeselskabet på grund den finansielle krisen og hvad der forekommer som en generel recession i den industrialiserede verden.



## **2.2 Delkonklusion**

Der har i ovenstående kapitel været en gennemgang af en typisk kapitalfond, bl.a. for at se på hvilke karakteristika disse har. Denne analyse af kapitalfondene skal tjene som grundlag for de efterfølgende kapitlers nærmere analyse af kapitalfondenes kompetencer, således at det kan undersøges hvilke af disse, der gør fondene mere effektive end markedet, samt hvilke skattemæssige problemstillinger, der er relevante i forhold til fondene.

Det aktive ejerskab, der udøves af fondene, er med til at støtte porteføljeselskaberne i deres udvikling, samtidigt med at selskaberne optimeres både selskabsretligt og finansieringsmæssigt, således at der er en bedre udnyttelse af ressourcerne. Ydermere tilpasses incitamentsstrukturen overfor ledelsen og overfor kontrolorganet for ledelsen, herunder managementselskabet.

## 3. Kapitalfondens virkelighed

### 3.1 Kapitalfondenes kompetencer

Det mest centrale spørgsmål når det handler om kapitalfonde, er hvilke kompetencer de har, som gør dem i stand til at sikre det, der kan betegnes som overnormal profit. Det ses ofte at kapitalfondene køber selskaber og endda betaler over 100 % mere end selskabet vurderes at være værd på aktiemarkedet.<sup>83</sup> Til trods for dette må det antages at investorerne som hovedregel opnår et stort afkast af deres investering. Ræsonnementet bag denne antagelse er investorernes profil. Investorerne i kapitalfondene består i mange tilfælde af professionelle investorer, der selv ville kunne opnå et godt afkast på aktiemarkedet<sup>84</sup>. Når disse professionelle investorer i stedet for vælger at investere gennem en kapitalfond, tager det afsæt i en forventning om et større afkast på investeringen end gennem det almindelige aktiemarked. Herudover bør det tilføjes at managementselskabet i mange tilfælde er en dyr administrator, hvilket skal tages med i vurderingen af afkastets størrelse.

På aktiemarkedet kan der være store transaktionsomkostninger, der gør det dyrt hele tiden at holde aktieporteføljen optimal. Derfor kan det, til trods for de store omkostninger til managementselskabet, være attraktivt for professionelle investorer at investere i en kapitalfond. På denne måde er det heller ikke nødvendigt i samme omfang at holde konstant øje med markedet – dette arbejde varetages af managementselskabet.

Med disse omstændigheder for øje, må det undersøges, hvordan kapitalfondene er i stand til at sikre de ofte meget store afkast på investeringerne.

Undersøgelse tager afsæt i de kompetencer, kapitalfondenes selv mener at besidde.

Det anføres ofte at kapitalfondene har gode kompetencer indenfor:

---

<sup>83</sup> Købet af TDC og ISS er eksempler på dette.

<sup>84</sup> Det må f.eks. formodes at ATP, Nordea og SEB selv ville kunne investere kapital i aktiemarkedet og få et acceptabelt udbytte af denne kapital.

- finansielle strukturer<sup>85</sup>
- stort branchekendskab
- stort netværk af kompetente erhvervsfolk<sup>86</sup>
- iværksættelse af strategier for porteføljeselskaberne og succes med disse strategier
- incitamentsskabelse for ledelsen<sup>87</sup>

Disse kompetencer giver gode muligheder for at opnå et stort afkast, men det er nødvendigt med en nærmere analyse af fondenes forhold, for på den måde at få afdækket realiteterne bag deres succes.

### 3.1.1 Finansielle strukturer

Kapitalfondene har gjort det til deres varemærke at foretage LBO'er (leveraged buy outs) og dermed geare selskabet. Formålet med dette er tidligere beskrevet i afsnit 2.1.6, og det kan således udledes at en optimering af virksomhedens finansieringsstruktur, kan være med til at skabe visse økonomiske fordele.

Om optimeringen af de finansielle strukturer giver længerevarende fordele for kapitalfondene eller om betydningen af denne optimering alene tjener et incitament og finansieringshensyn, kan diskuteres. Det er tvivlsomt om en optimering af gælden vil medføre længerevarende fordele for kapitalfonden, således at optimering ikke alene tjener et incitaments- og finansieringshensyn. Det kan yderligere anføres, at en øget gældsfinansiering af et selskab i princippet kan kopieres udenfor kapitalfondenes kreds, og der er intet til hinder for at selskabets oprindelige, nuværende og almindelige ledelse anlægger samme finansieringsstrategi. Det tidligere nævnte om det incitamentsskabende i en øget gearing af selskabet og det dermed indirekte øgede pres på ledelsen

---

<sup>85</sup> Anført af kapitalfonden Blackstone: [http://www.blackstone.com/private\\_equity/investment.html](http://www.blackstone.com/private_equity/investment.html)

<sup>86</sup> Anført af kapitalfonden Polaris: [http://www.polarisequity.dk/saadan\\_arbejder\\_polaris.html](http://www.polarisequity.dk/saadan_arbejder_polaris.html)

<sup>87</sup> Anført af kapitalfonden Axcel:  
[http://www.axcel.dk/content/dk/om\\_axcel/sadan\\_arbejder\\_axcel/ledelsesarbejde\\_og\\_medejerskab](http://www.axcel.dk/content/dk/om_axcel/sadan_arbejder_axcel/ledelsesarbejde_og_medejerskab)

af selskabet, taler dog for at en rationelt tænkende ledelse, der optimerer egne behov, ikke vil have incitament til at foretage denne form for gældstrukturering.

Det kan dog tænkes at selskabets ledelse føler sig presset til at foretage en øget gearing af selskabet, hvis ledelsen har grund til at frygte at en kapitalfondsovertagelse er på vej. Det må formodes at jo flere optimeringsforhold et selskab, der ikke er ejet af en kapitalfond, selv iværksætter, jo mindre er sandsynligheden for at en kapitalfond vil være interesseret i et opkøb. Baggrunden for denne formodning tager afsæt i at kapitalfondenes strategi, som bekendt, er optimering af selskaber. Et selskab der vil have stor gavn af en optimering<sup>88</sup> må alt andet lige, være billigere og dermed mere interessant at opkøbe end et selskab, hvor der er få forbedringsmuligheder. Det sidstnævnte selskab må formodes at være tættere på sit optimeringsmaksimum og dermed vil der ikke kunne opnås store afkast på sådan en investering, med mindre selskabet er værdiansat for lavt af markedet.

Med ovenstående i mente, må det anføres at en optimering af de finansielle strukturer i et kapitalfondsopkøbt selskab, ikke udelukkende kan antages at tilføre disse selskaber længerevarende fordele og dermed mere værdi end andre selskaber med en anden ejerskabsstruktur.

I forhold til andres evne til at imitere netop denne kompetence, skal det holdes for øje at udgangspunktet må være, at ikke alle vil have samme mulighed som kapitalfondene til at tiltrække billig kapital. Mange af kapitalfondene har i de senest år haft god mulighed for at tiltrække billig kapital til at finansiere deres opkøb mv. Dette skyldes bl.a. et godt ry hos kreditorer og investorer, samtidigt med at mange af investorerne, der som bekendt bl.a. tæller pensionskasser mv. efterhånden har opbygget en meget stor kapital, som skal forvaltes for pensionsopsparende. Långiverne som typisk er bankerne mv. har også haft en velvillig politik for udlån til kapitalfonde, hvilket bl.a. har skyldtes et ønske om at modtage en andel af det spin-off, der har været associeret med kapitalfondes virksomhed. Denne fordel vil ikke nemt kunne tilegnes af andre og det vil derfor ikke være muligt for andre i samme omfang, som kapitalfondene at finansiere sig med samme finansieringsstruktur.

---

<sup>88</sup> Dette kan skyldes flere forhold; finansieringsstruktur, medarbejder og ledelsesforhold mv.

### 3.1.2 Stort branchekendskab

Et indgående kendskab til den branche man agerer i, er nødvendigt for at kunne skabe en levedygtig virksomhed. Er man uden branchekendskab, må det formodes at man hurtigt vil komme til at træffe beslutninger, der senere kan vise sig ikke at være i virksomhedens interesse. Træffes for mange af disse dårlige beslutninger, risikerer virksomheden at dø. Det er derfor vigtigt, hvis man skal have succes i sin branche, at man har et stort branchekendskab. Har man det ikke fra starten, må man nødvendigvis være i stand til at lære hurtigt, således at selskabets videre fremtid sikres.

Kapitalfondene har ikke nødvendigvis den fornødne viden om de brancher, som de ønsker at købe sig ind i. Derfor er det vigtigt for dem, at de har relationer til personer, der kan hjælpe dem med at opnå en indsigt i den ønskede virksomhed og den pågældende branche. Der findes kapitalfonde, der har koncentreret sig om enkelte brancher og kapitalfonde, der har bredt sig over flere, således at risikoen er spredt i tilfælde af nedgang i en enkelt branche. Der findes mange argumenter for og imod dette, men denne diskussion ligger udenfor formålet med denne afhandling.

For kapitalfondene betyder et stort branchekendskab, at de er i stand til at screene og "spotte" selskaber, der af markedet er undervurderede. Lykkes det for fonden at finde et sådant selskab, og kan en optimering af selskabets strategi, profil og struktur videreudvikle et sådant selskab, så det i markedets eller ifølge en potentiel investors øjne får større værdi end tidligere, kan selskabet efterfølgende sælges til en langt højere værdi, end hvad kapitalfondene oprindeligt erhvervede selskabet for. Dermed er der skabt et afkast til investorerne.

Samtidig tyder meget på, at kapitalfondene typisk har været gode til at købe selskaber på det rigtige tidspunkt.<sup>89</sup> Dette er specielt sket, når en virksomhed har været for lavt værdiansat af resten af markedet i forhold til dens potentiale og aktiver. Denne evne til at værdiansætte "rigtigt" skyldes til dels branchekendskabet og det må derfor kunne udledes at et stort branchekendskab og

---

<sup>89</sup> Vinten (2008), s. 14

kompetencen til at "spotte" selskaber, med et stort optimeringspotentiale på et givent tidspunkt, i væsentlig grad bidrager til kapitalfondenes overnormale afkast.

Den store viden omkring markedet og andre virksomhederne, kan i stort omfang henføres til kapitalfondenes øgede brug af analyser af virksomhedernes forhold, herunder due diligence, samt et anderledes syn på en virksomheds værdi end aktiemarkedet generelt har.<sup>90</sup> Denne evne er imitérbar, men kræver samtidigt andre kompetencer, der understøtter muligheden for at foretage en succesfuld optimering af et givent selskab.

### **3.1.3 Stort netværk af kompetente erhvervsfolk**

Med et stort netværk af kompetente erhvervsfolk har kapitalfondene mulighed for at trække på store kompetencemæssige fordele. På denne måde kan fonden supplere sin egen viden og sine egne medarbejders kompetencer med mere eller mindre kendte erhvervsfolk, der selv har haft stor succes med forskellige virksomheder, både som ledere heraf og gennem diverse bestyrelser. Ved at indsætte disse erhvervspersonligheder styrkes opmærksomheden også omkring kapitalfondens og virksomhedens strategi. Det kan nemt tænkes at dette kan have en positiv effekt på en strategiimplementerings succes.<sup>91</sup> En velkendt og dygtig erhvervsmand, der indtræder i et selskabs bestyrelse kan være med til at styrke tilliden til selskabet og til at profilere selskabets ændring af strategi, både overfor interessenter og overfor omverdenen.

### **3.1.4 Iværksættelse af strategi**

Mens selskaber i 80'erne typisk voksede sig store gennem ikke-organisk vækst, har virksomhederne i de sidste 10-15 år, bl.a. foranlediget af kapitalfondenes fokusstrategi, haft større fokus på at

---

<sup>90</sup> ATP's fondsdirektør anfører som begrundelse for afvisningen af (NTC's tilbud på TDC, at man som børsanalytiker ikke værdiansætter på baggrund af et muligt strategiskift. ATP havde dog valgt at analysere videre på TDC og havde dermed også set de "skjulte" værdier, som selskabet indeholdte og som kapitalfondene var gået efter. Spliid (2007), s. 331.

<sup>91</sup> Det modsatte scenarium er dog også muligt.

anlægge en strategi, der i langt højere grad fokuserer på virksomhedens kernekompetence. Af denne årsag er opkøb primært sket, hvis der kunne opnås synergieffekter i forhold til det eksisterende kerneområde.

Et eksempel på et konglomerat, der er blevet splittet op, som følge af en kapitalfondsovertagelse, er Royal Copenhagen og Georg Jensen, der i 2001<sup>92</sup> blev splittet op, netop fordi kapitalfonden Axcel vurderede at selskaberne sammen ikke skabte synergieffekter. Selskaberne ville af denne årsag være mere værd hver for sig. På den måde sikrede Axcel sig, at ledelsen i hvert af de to selskaber i højere grad koncentrerede sig om at implementere en ny strategi i det enkelte selskab.<sup>93</sup>

At implementere en ny strategi, er dog ikke uden omkostninger. Dette betyder bl.a. at en ændring i en strategi nøje må overvejes. Ændring af en strategi vil bl.a. betyde omkostninger til de ressourcer, der er krævet som input til strategien<sup>94</sup>, samt omkostninger der er relateret til selve implementeringen af strategien.

Inden en ny strategi implementeres, er det hensigtsmæssigt, at ledelsen foretager en realistisk vurdering af de fordele og de omkostninger, der må forventes at komme, som resultat af strategiændringen.

Jay Barney<sup>95</sup> påpeger at overnormal profit kun kan forekomme ved strategiændringer, hvis de øvrige virksomheder på markedet ikke har samme forventning til strategiens effekt. Baggrunden for dette rationale er, at de andre spillere på markedet ellers vil byde prisen op på de input, der er nødvendige for at implementere strategien.

---

<sup>92</sup> DVCA (2008), side 60

<sup>93</sup> Det kan her nævnes at Georg Jensen i 2008 ændrede bl.a. deres prisstrategi og produktstrategi.

<sup>94</sup> Dette kan f.eks. være nye nøglemedarbejdere, nye tiltag til en ny omkostnings- og prisstruktur mv. Der opstilles således et faktormarked, hvor der handles med forskellige input, der kan benyttes til implementering af strategier. Det forudsættes at også selvom en virksomhed selv er i besiddelse af et input til brug for en evt. strategi, kan virksomheden i stedet vælge at sælge dette aktiv og dermed i stedet opnå en økonomisk værdi på faktormarkedet.

<sup>95</sup> Barney (1986)

Har alle parter på markedet samme information, indsigt og forventninger vil alle parter have samme vurdering af værdien af inputtet og prisen på det nødvendige input vil derfor være lig med den værdi, en implementeret strategi vil tilføje virksomheden. Hvis det omvendt alene er én part på markedet, der har viden om strategiens og dermed inputtets reelle værdi, vil denne part have et incitament til at underspille inputtets værdi, således at denne part kan betale mindre for inputtet og opnå overnormal profit.

Sælgeren af inputtet har et incitament til at få så mange af markedets spillere som muligt til at værdiansætte inputtet højt, således at han kan få en højere pris og dermed evt. selv tilegne sig den overnormale profit i forbindelse med køberens strategiimplementering.

For at kunne vurdere en strategiændrings virkelige værdi, anfører Barney<sup>96</sup>, at det er nødvendigt at foretage en analyse af virksomhedens egne evner og aktiviteter. Det er således virksomhedens egen situation, der bør tages udgangspunkt i, når det skal vurderes hvilken værdi en ny strategi vil have for virksomheden. Denne viden skal danne grundlag for en vurdering af strategiændringens effekt og vil alene gælde for den pågældende virksomhed. Det kan således ikke af andre virksomheder udledes, at fordi en strategiændring har haft en positiv effekt på en konkurrent, vil det samme kunne være tilfældet for andre. Denne form for viden er ikke imitérbar og er som udgangspunkt unik for den enkelte virksomhed.

Rationalet gælder tillige ved virksomhedskøb. Det vil være svært at opnå et over normalt afkast ved opkøb og fusioner af selskaber, da markedet vil kunne forudse dette og dermed prisfastsætte herefter, hvis der er fuldkommen information<sup>97</sup>. Dermed er det sælgeren af target selskabet, der vil opnå alle de økonomiske fordele af synergieffekterne i form af en højere salgspris. Er der forskelle i informationsniveauet eller i de fordele de potentielle købere vil kunne opnå ved købet, vil det være muligt for nogle af aktørerne på markedet at opnå store fordele ved et opkøb. Ved forskelle i de

---

<sup>96</sup> Barney (1986)

<sup>97</sup> Udenfor økonomisk teori kan det ikke forventes at der er fuldkommen information.



fordele de potentielle købere vil opnå ved opkøbet, vil den potentielle køber, der vil opnå flest fordele ved et køb, ende som køber af selskabet. Dette sker fordi denne er i stand til at betale mere for targetselskabet på grund af de ekstra fordele, der forventes at kunne opnås ved et køb.

Det er dog vigtigt, at de potentielle købere ikke undervurdere de omkostninger, der kan være forbundet med at udnytte synergieffekter. Det er således ikke alene omkostningerne ved at købe selve selskabet, der skal tages hensyn til, men også omkostninger ved at indlemme selskabet i en eksisterende koncern og omkostninger til at få udnyttet de strategi- og synergieffekter, der gerne skulle fremkomme som følge af opkøbet. Hver deltager på markedet må nøje overveje, hvilke omkostninger der kan være forbundet med et salg. Samtidigt kan det dog være klogt at foretage en analyse af, hvilke omkostninger og fordele de andre deltagere på markedet vil kunne forventes at få af et opkøb og ud fra disse oplysninger vurdere om det vil være strategisk rigtigt selv at foretage opkøbet og på den måde forhindre andre i at opnå fordelene.

Kapitalfondene har som udgangspunkt en snæver økonomisk ramme, der ikke giver ledelsen af porteføljeselskaberne mulighed for at investere uden at nøje at overveje konsekvenserne af opkøbet. Uden store midler til sådanne opkøb eller strategiændringer og med begrænset tidshorisont er det ikke muligt at foretage flere økonomiske fejldispositioner.

Hver kapitalfond må sammen med sine porteføljeselskaber analysere hvilke karakteristika, der er unikke for selskaberne og hvilke interessante tiltag, der ville kunne give en potentiel mulighed for at øge værdien af selskabet. Fonden må dog også selv igennem en lignende proces inden der foretages et opkøb. Som administrator af investorernes kapital er det nødvendigt for fonden at overveje, hvilke positive, såvel som negative karakteristika der bør være med til at definere, hvilke opkøb den pågældende kapitalfond skal foretage. Fonden skal herefter sammenholde sin ikke-imitérbare viden om sine egne forhold med de potentielle porteføljevirksohmheders forhold og med anden imitérbar viden, herunder f.eks. viden om diverse erhvervsfolk, branchekendskab mv.

### **3.2 Delkonklusion**

Den nærmere gennemgang af hvilke af kapitalfondenes kompetencer, der giver dem mulighed for at genere et overnormalt afkast, viser at flere af kompetencerne tjener til støtte for en "hovedkompetence". Det er hovedkompetencen, der er den primære årsag til den gode indtjeningsevne. I kapitalfondenes tilfælde består hovedkompetencen af fondenes evne til at købe virksomheder billigt og sælge dem videre med fortjeneste. Det er således evnen til at screene markedet for undervurderede selskaber og til at opkøbe disse, der gør det muligt at tjene et afkast udover hvad der forventes af aktiemarkedet.

Arbejdet med at optimere selskabet og sammensætte den rigtige ledelse er således alene instrumenter til at øge selskabets værdi. Disse kompetencer er særdeles imiterbare og det er derfor muligt for andre spillere på markedet, at foretage lignende dispositioner og dermed kopiere kapitalfondenes model. At dette ikke lykkes i vid udstrækning skyldes primært det forhold at evnen til at finde undervurderede selskaber i forskellige markeder, kræver både en brancheindsigt og en indsigt i ens egne forhold, som det kan være svær eller næsten umuligt for andre at opnå eller imitere.

Kapitalfondenes evne til at tiltrække billig kapital vil ikke som udgangspunkt kunne imiteres, da den har baggrund i det historiske performance, de har leveret, samt kapitalmarkedets tiltro til den fremtidige performance og indtjening fra fondene. Dette giver fondene en længerevarende konkurrencemæssig fordel, som er med til at styrke deres indtjeningsevne.

På et nyt marked er kapitalfondene dog også i en vis udstrækning tvunget til at erhverve sig viden på anden måde, end gennem egen vidensopbygning. Det kan således være nødvendigt i et vist omfang at købe sig til viden om markedet, hvilket andre end kapitalfondene også har mulighed for at gøre. At kunne bruge denne viden om markedet, kræver dog som nævnt at man har den påkrævede indsigt i sine egne forhold, således at det er muligt at analysere om der reelt også opnås en fordel ved opkøbet/strategiændringen.

Selvindsigt kan være svært at opnå på anden måde end gennem en analyse af en selv, og det må i øvrigt anføres, at såfremt en sådan viden ikke opnås gennem "selfreasech", da vil den ikke på samme måde kunne gennemsyre hele organisationen og medvirke til at ensrette denne. Dermed vil den nødvendige viden ikke kunne opnås fuldt ud, hvilket gør det vanskeligt, at opnå helt de samme fordele, som det ellers ville være mulig at opnå.

## 4. Kapitalfondenes skatteforhold

I det følgende kapitel gennemgås den, i forhold til ovenstående økonomiske problemstillinger, relevante skattemæssige retstilstand.

Som det ses af figur 1 i afsnit 2.1.1 og figur 2 i afsnit 4.1 er kapitalfonden typisk konstrueret således, at den består af flere danske selskaber, heriblandt nogle holdingselskaber, og evt. nogle udenlandske selskaber. Valget af denne selskabskonstruktion kan have baggrund i ønsket om at mindske skattebetalingen. Andre, for samfundet mere legitime formål, såsom optimering af kapital- og ejerforhold, kan også være årsag til selskabskonstruktionen.

Ses der isoleret på den skattemæssige baggrund for selskabskonstruktionen, kan det som tidligere nævnt anføres, at kapitalfondene og deres administrationsselskab har til formål at indtjene så stort et afkast til deres investorer som muligt. Dette er formålet med fonden. Managementselskabets honorering er afhængig af overskuddets størrelse og der er derfor yderligere incitament hos dette selskab til at skabe et godt resultat. Et afkast vil alt andet lige, blive mindre, hvis der skal betales skat af beløbet. Derfor må skatteoptimering også være en del af den opgave kapitalfonden har påtaget sig, således at skattebetalingen minimeres og der bliver et større afkast til aktionærerne. At der så evt. senere sker beskatning hos aktionærerne/investorerne af et højere beløb er som udgangspunkt uvedkommende for fonden/managementselskabet.

### 4.1. Obligatorisk national sambeskatning

Obligatorisk national sambeskatning blev indført i 2005 og betyder at samtlige danske selskaber i en koncern<sup>98</sup>, skal beskattes som ét selskab. Det er dog et krav, at moderselskabet udøver bestemmende indflydelse på datterselskabet, jf. SEL § 31 og § 31 C.

---

<sup>98</sup> LV S.D.4: Selskaber omfattet af sambeskatning, er selskaber og fonde omfattet af SEL § 1, stk. 1, nr. 1-2 a, 2 d-2 g, 3 a-5 og 5 b, eller SEL § 2, stk. 1, litra a og b

Med reglerne blev der indført et såkaldt globalpuljeprincip, hvorefter det er muligt at vælge international sambeskatning, men alene for minimum 10 år ad gangen og hvor alle udenlandske koncernforbundne selskaber skal indgå i den internationale sambeskatning. Fravælges den internationale sambeskatning før der er gået 10 år, skal der ske genbeskatning af de underskud, der tidligere er blevet fratrukket.

Den obligatoriske nationale sambeskatning medfører beskatning på territorialt niveau. Det er herefter et krav, at alle danske selskaber i en koncern opgør deres skat på konsolideret basis.

Hjemlen til obligatorisk national sambeskatning findes i SEL § 31. Definitionen på koncernforbundne selskaber findes i SEL § 31 C, hvori det fastsættes at moderselskabet enten direkte eller indirekte gennem aftaler med andre aktionærer, skal besidde et flertal af stemmerne, have ret til at udnævne flertallet af det øverste ledelsesorgan eller have bestemmende indflydelse over datterselskabets finansielle og driftsmæssige ledelse.

Danske holdingselskaber i koncernen, kan som tidligere nævnt have optaget store lån til finansiering af et opkøb og vil af denne årsag have en negativ skattepligtig indkomst, hvis der ikke udbetales udbytte fra porteføljeselskabet eller modtages anden indtægt. Porteføljeselskabet vil derimod have et skattepligtigt overskud<sup>99</sup>. Ved national sambeskatning fraregnes holdingselskabets skattemæssige underskud i porteføljeselskabets skattemæssige overskud. På denne måde opnås der fradrag for de renteudgifter, der skal betales som følge af den store gældsoptagelse. Det gør således ingen forskel skattemæssigt om lånene placeres i de danske holdingselskaber eller i porteføljeselskabet med hensyn til den skattemæssige værdi af renteomkostninger mv.

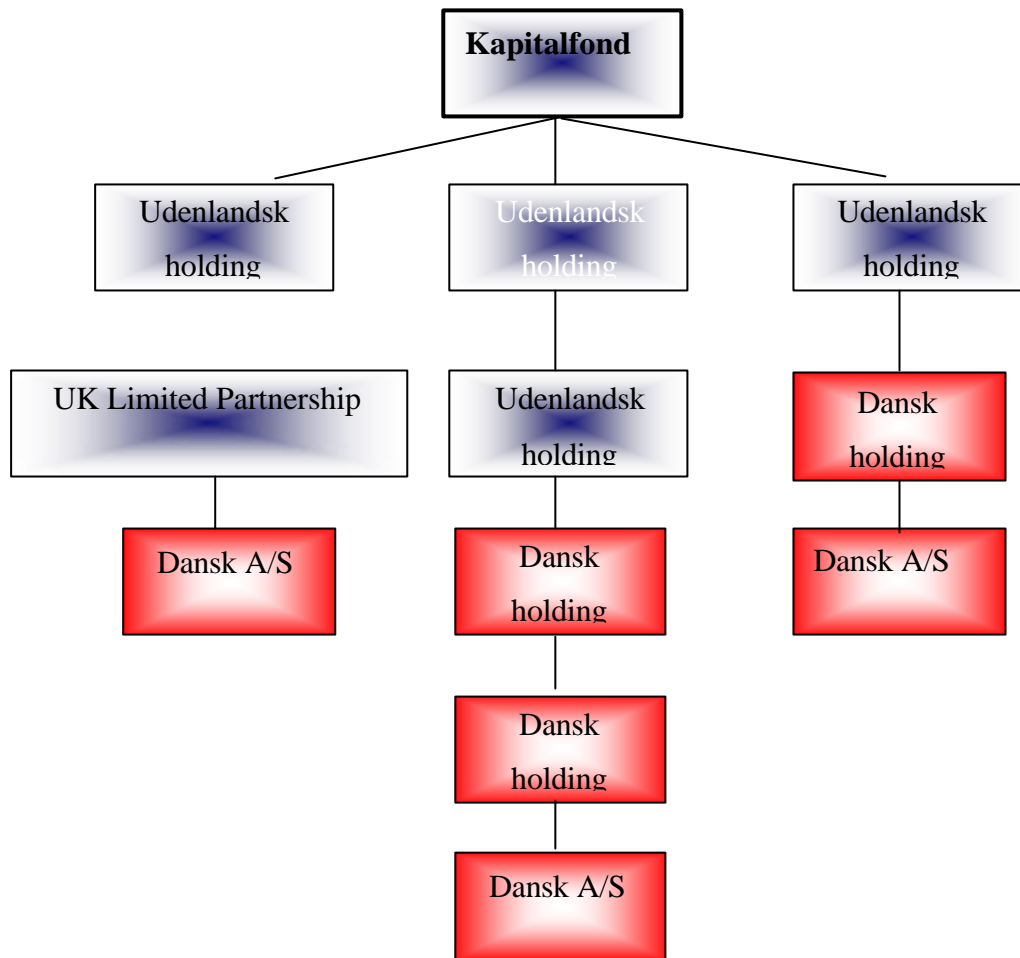
Nedenstående figur viser hvilke selskaber, der er undergivet dansk national sambeskatning<sup>100</sup>, samt hvilke selskaber, der kan være undergivet international sambeskatning.<sup>101</sup>

---

<sup>99</sup> Dette må formodes, da koncernen ellers vil have svært ved at dække renteudgifterne.

<sup>100</sup> Markeret med rødt og hvidt.

<sup>101</sup> Markeret med blå og hvidt.



Figur 2

Kilde: Egen tilvirkning

SKAT<sup>102</sup> anfører, at det ofte ses at porteføljeselskaberne udlodder store udbytter videre op i koncernen. Disse penge lånes efterfølgende tilbage til porteføljeselskabet, typisk fra et udenlandsk koncernselskab. Denne løsning mindsker egenkapitalen i selskabet og erstatter egenkapitalen med gæld. Med denne gældsfinansiering opnås der, i modsætning til hvis kapitalfonden lod egenkapitalen forblive i selskabet, fradrag for rentebetalingerne, der tilgår ejerne – her kapitalfonden eller et af kapitalfonden ejet holdingselskab, mens renteindtægterne ikke vil blive beskattet, hvis modtageren er hjemmehørende i en anden stat end Danmark. Da der ikke er fradrag

<sup>102</sup> SKAT (2007)

for betaling af udbytter til ejerne, opnås der en skattemæssig gevinst i form af et renteomkostningsfradrag ved i stedet at låne pengene til porteføljeselskabet.

SKAT bemærker yderligere, at renteudgifterne i visse tilfælde er særdeles høje i forhold til de renteudgifter, der betales til ikke-interesseforbundne parter. Motivet for dette må antages at være, at jo højere renteudgifterne er, jo højere er fradraget og da pengene bliver indenfor koncernen, vil det ikke betyde noget for koncernen som helhed at pengene betales som renteomkostninger, i stedet for blive udbetalt som udbytter eller at pengene forbliver i porteføljeselskabet. Er renteudgifterne til koncernforbundne selskaber højere end renteudgifterne til ikke-interesseforbundne parter, risikerer konstruktionen at blive ramt af armlængde-reglerne i LL § 2, der giver mulighed for omkvalificering af renterne i tilfælde af at disse ikke er betalt på armlængdevilkår.<sup>103</sup>

## **4.2 Beskatning af aktieudbytte**

Beskatning i Danmark af udbytter til et modtagende selskab, kan ske på en af følgende to måder, der begge er interessante i forhold til opgavens problemfelt; beskatning som almindelig indkomst i et modtagende dansk selskab, dog medregnes det alene med 66 % af værdien, jf. SEL § 13, stk. 3 eller kildebeskatning af udbytter, der udloddes til et udenlandsk selskab, jf. KSL § 65.<sup>104</sup>

Der eksisterer dog lempelsesreglerne for begge beskatningsforhold.<sup>105</sup>

I det følgende gennemgås først lempelsesmulighederne, der blev indført som følge af EU's moder- og datterselskabsdirektiv<sup>106</sup>. Disse lempelsesregler kan anses som en mere generel regel i forhold til kapitalfondene, hvorefter de nye lempelsesregler i SEL § 2, stk. 2, 2-5. pkt. analyseres.

---

<sup>103</sup> Se afsnit 4.3

<sup>104</sup> Kildeskatten udgør 28 %, jf. KSL § 65, stk. 1.

<sup>105</sup> Nielsen (2008)

<sup>106</sup> Direktiv 90/435/EØF af 23. juli 1990

#### 4.2.1 Lempelse efter SEL § 2, stk. 1, litra c

Efter SEL § 2, stk. 1, litra c skal der ikke betales kildeskat<sup>107</sup> af udbytte udloddet fra et dansk datterselskab til et udenlandsk moderselskab, hvis moderselskabet ejer mindst 10 %<sup>108</sup> af datterselskabet. Det er dog en betingelse at moderselskabet er hjemmehørende i et EU/EØS-land og dermed er omfattet af EU's moder- og datterselskabsdirektiv, Færøerne, Grønland eller et land, hvormed Danmark har indgået en dobbeltbeskatningsoverenskomst, jf. KSL § 65, stk. 5. Dermed er det muligt at udbetale udbytte fra et dansk datterselskab til et udenlandsk moderselskab, uden at der skal betales skat af udbyttet, såfremt ejerkravet og nationalitetskravet er opfyldt.

For kapitalfondene betyder dette, at det er muligt at udlodde skattefrit udbytte igennem de ikke-transparente dele af koncernen og dermed hele vejen op til investorerne. De transparente dele af koncernen skal som tidligere nævnt heller ikke udbyttebeskattes, da de skatteretligt ikke anses som modtagere af udbyttet.

Ved at kombinere de danske, de europæiske og 3. landes skatteregler kan der opnås skattemæssige fordele for kapitalfonden, der giver mulighed for at mindske fondens samlede skattebetaling. Et eksempel på dette kunne være at placere et holdingselskab<sup>109</sup> i et EU/EØS-land, hvormed udbytter fra H1's datterselskab er skattefrie, hvis H1 ejer mere end 10 % (2009). Herefter vil det være muligt at lade H1, udbetale udbyttet videre til et andet holdingselskab<sup>110</sup> beliggende i et såkaldt skattely land. Det kræver dog, at det pågældende EU/EØS-land har en dobbeltbeskatningsoverenskomst med (DBO) med skattelylandet, således at udbyttet fra H1 ikke kildebeskattes efter de nationale skatteregler i det pågældende EU/EØS-land før det udbetales videre til H2.

---

<sup>107</sup> Hvilket der ellers skulle betales efter KSL § 65.

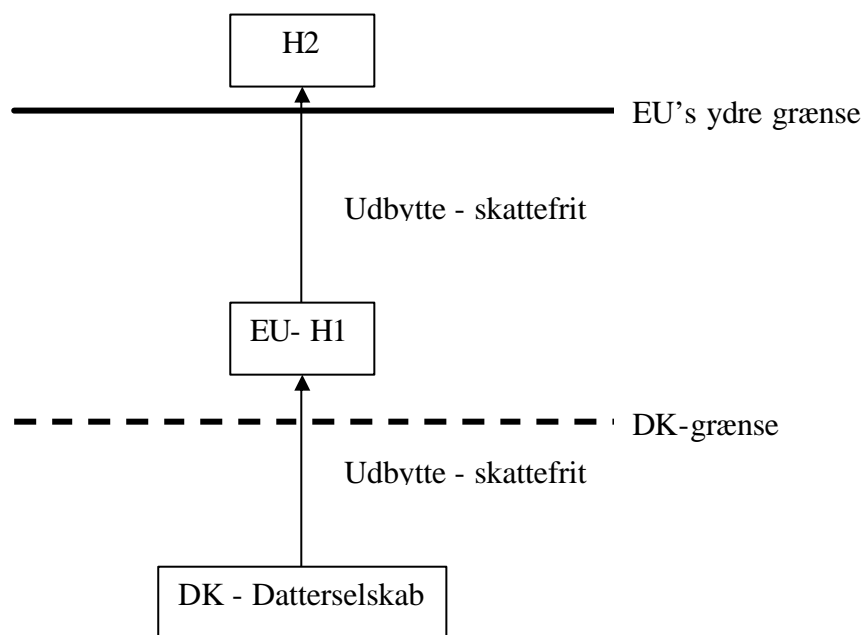
<sup>108</sup> 10 % ejerskabskravet gælder fra 2009, men der i 2007 og 2008 gælder et ejerskabskrav på 15 %.

<sup>109</sup> Herefter kaldet H1

<sup>110</sup> Herefter kaldet H2



Situationen kan illustreres som i nedenstående figur 3. Det danske datterselskab udlodder udbytte videre til sit moderselskab, der er hjemmehørende i et EU-land. Moderselskabet udlodder herefter udbytte videre til sit moderselskab, der er hjemmehørende uden for EU og som ikke ellers ville have mulighed for at modtage skattefrie udbytte fra et dansk selskab, hvis der ikke var indskudt et selskab i et EU-land. Tredjelandet hvor selskabet, der er endelig modtager af udbyttet er hjemmehørende, vil enten ikke have beskatning af udbytter/selskabsindkomst eller vil evt. have en meget lav beskatning heraf, således at der opnås en skattemæssig fordel, som vil udgøre forskellen mellem den danske selskabsskatteprocent og den lavere eller ikke-eksisterende selskabsskatteprocent i tredjelandet.



Figur 3

Kilde: Egen tilvirkning

Det kan dog også være en fordel, at placere et holdingselskab i et EU/EØS-land, også selvom dette land ikke har en DBO med et skattelyland, hvis blot EU/EØS-landet har en lavere skattesats på udbytter end f.eks. Danmark har. På denne måde opnås der stadigvæk en skattemæssig fordel, når udbytter bliver udbetalt.

Der er dog i skattelovgivningen, både nationalt i Danmark og internationalt, flere værnsregler der har til formål at modvirke de forskellige former for skatteplanlægning.<sup>111</sup>

#### **4.2.2 Lempelse efter SEL § 2, stk. 2, 2-5.pkt.**

Ejer moderselskabet ikke over 10 % af aktierne i datterselskabet, skal datterselskabet indeholde kildeskat på 28 %, jf. KSL § 65.

Ved vedtagelsen af lov nr. 335 af 7. maj 2008 blev dette dog delvist modificeret. Efter ændringslovens § 12, stk. 1, skal der for fremtiden alene betales kildeskat på 15 % af udbytter eller afståelsessummer, når modtageren af udbyttet ejer under 10 % af det udbyttebetalende selskab<sup>112</sup>.<sup>113</sup> Det er yderligere en betingelse, at det udbyttmodtagende selskab er hjemmehørende i en stat, hvor der er indgået en aftale om udveksling af oplysninger med de danske skattemyndigheder eller har en DBO med den danske stat.

Bestemmelsen er interessant for kapitalfondene i det omfang de har delvist-ejede datterselskaber. Dette kan bl.a. tænkes at være tilfældet, hvis kapitalfonden efter opkøbet af et porteføljeselskab, samtidigt har erhvervet flere mindre aktieposter i andre selskaber. Her kan der være behov for at anvende de nævnte lempelsesregler, mens kapitalfondene fortsat er i besiddelse af selskaberne.<sup>114</sup>

#### **4.2.3 Retmæssig ejer af udbytte**

Som tidligere nævnt under afsnit 4.2.1, kan der udbetales skattefrit udbytte fra datterselskab til moderselskab, såfremt begge er beliggende i et EU/EØS-land eller et DBO-land og såfremt

---

<sup>111</sup> Det kan blandt andet nævnes at der findes regler om den retmæssige ejer (beneficial owner). Disse værnsregler gennemgås senere.

<sup>112</sup> Er det modtagende selskab hjemmehørende udenfor EU/EØS, skal 10 % grænsen vurderes på koncernniveau efter LL § 2.

<sup>113</sup> Reinholdt Nielsen (2008)

<sup>114</sup> Som tidligere nævnt vælger kapitalfondene ofte en fokuseringsstrategi, der betyder at mange mindre aktieposter i selskaber, der ikke giver synergier skal frasælges.

moderselskabet ejer mere end 10 % (2009) af datterselskabets aktier. Dette sker for at lette kapitalens frie bevægelighed, samt for at forhindre dobbeltbeskatning af udbytter, der skal beskattes som indkomst i moderselskabets hjemland. Denne mulighed åbner dog op for skattemæssige dispositioner, der forsøger at udnytte disse regler. Ved hjælp af skatteplanlægning og udnyttelse af de forskellige EU/EØS-landes skattesystemer, er det muligt at føre udbyttet ud til skatteparadiser, som Bermuda og Bahamas mv. Eksempelvis bekræfter skatteministeren i sit svar på spørgsmål 4 til behandlingen af L 30<sup>115</sup>, at det er korrekt at kapitalfonde ofte placerer holdingselskaber i Luxembourg. På denne måde kan udbytte udloddes via Luxembourg videre til et land, der ikke vil være dækket af lempelsesreglerne i dansk skatteret for udbytter.

Herudover kan det bemærkes at Cypern, der i 2004 blev medlem af EU og derfor er omfattet af reglerne om skattefrit udbytte, har DBO'er med flere af de såkaldte skattelylande, bl.a. Seychellerne og Mauritius.<sup>116</sup>

For at forhindre denne form for omgåelse, er det muligt, både i international og national sammenhæng, at se bort fra den formelle virkelighed og i stedet for se på realiteten og dermed hvem der reelt, modtager udbyttet. Der bruges flere forskellige terminologier, bl.a. retmæssig ejer, beneficial ownership, gennemstrømningselskaber og conduit selskaber<sup>117</sup>. Fælles er spørgsmålet, hvornår det er muligt for skattemyndighederne at omgøre en ellers gyldig civilretlig disposition, så den ikke har nogen skattemæssig realitet. Herudover opstår spørgsmålet om, hvor der i så fald skal ske beskatning og hvem, der er rette skattesubjekt.

Nationalt er begrebet omtalt i bemærkningerne til § 1, stk. 6 i L 213<sup>118</sup>, hvor det anføres at indgående udbytter ikke vil være skattefrie, hvis det udloddende selskab er et

---

<sup>115</sup> Forslag til lov om indgåelse af protokol om ændring af dobbeltbeskatningsoverenskomsten mellem Danmark og Amerikas Forenede Stater – Folketingsåret 2006-07. [www.ft.dk](http://www.ft.dk)

<sup>116</sup> [http://www.dintryghed.dk/limited\\_holdingselskab\\_cypern](http://www.dintryghed.dk/limited_holdingselskab_cypern)

<sup>117</sup> Bundgaard & Ottosen (2007) & Skatteministeriet i svar til Folketingets Skatteudvalg på FSRs spørgsmål til L 213 (2007), side 20 – findes på [www.ft.dk](http://www.ft.dk), samt på [www.fsr.dk](http://www.fsr.dk).

<sup>118</sup> Kapitalfondsindgrebet. Folketingsåret 2006-07.

”gennemstrømningsselskab”. FSR spurgte i sin henvendelse af 14. maj 2007<sup>119</sup> om hvad der forstås ved et gennemstrømningsselskab. Ministeriet anførte i kommentaren til henvendelsen<sup>120</sup>, at det bl.a. er selskaber, der er den formelle modtager og ejer af udbyttet, men reelt ikke har nogle beføjelser over udbyttet og henviste i øvrigt til OECD’s retningslinjer i modeloverenskomsten.

Internationalt set findes bestemmelserne om retmæssig ejer af udbytte i OECD’s modeloverenskomst art 10, stk.2, hvor det anføres at kildestatsbeskatningen ikke må overstige visse procentsatser, hvis den retmæssige ejer af udbytte er hjemmehørende i den kontraherende stat, hvor udbyttet ikke betales fra. Dette betyder, at Danmark eksempelvis ikke må beskatte et udbytte, hvis den retmæssige ejer af udbyttet er hjemmehørende i f.eks. Mexico<sup>121</sup>, som Danmark har en DBO med.<sup>122</sup>

Ifølge OECD’s kommentarer til artikel 10<sup>123</sup>, er et gennemstrømningsselskab ikke den retmæssige ejer. For at kunne afgøre om den formelle ejer er et gennemstrømningsselskab, skal det undersøges hvilke beføjelser den formelle ejer har over udbyttet. Ledes udbytte således videre i koncernen uden at det reelt ”røres” i det modtagne selskab, kan det forholdsvist nemt fastslås, at der er tale om et gennemstrømningsselskab, hvor det er næste modtager af udbyttet, der skal tages i betragtning. Er denne modtager også hjemmehørende i den kontraherende stat, har fastlæggelse af gennemstrømningsselskabets status alene den konsekvens, at der evt. ikke kan indrømmes lempelse efter artikel 10, stk. 2, litra a, da dette kræver direkte ejerskab af det udbyttebetalende selskab. SEL § 2, stk. 1, litra c indeholder ikke en tilsvarende regel, men henviser til at der alene kan ske lempelse, hvis dette er krævet i direktivet eller i den pågældende DBO.

---

<sup>119</sup> Se [www.ft.dk](http://www.ft.dk) (Folketingsåret 2006-07. L 213. Bilag 15), samt på [www.fsr.dk](http://www.fsr.dk)

<sup>120</sup> Se [www.ft.dk](http://www.ft.dk) (Folketingsåret 2006-07. L 213. Bilag 26)

<sup>121</sup> Mexico er tilfældigt valgt blandt de stater Danmark har en DBO med.

<sup>122</sup> Den dansk-mexikanske DBO stammer fra 1998 og anfører i artikel 10, at der ikke må ske beskatning, hvis den retmæssige ejer af udbyttet direkte ejer mere end 25 % af kapitalen i det udbyttebetalende selskab.

<sup>123</sup> Afsnit 12.1

Problematikkerne omkring gennemstrømningsselskaber bliver mere kompleks, såfremt det ikke umiddelbart er muligt at fastslå, hvordan udbytte fordeles gennem koncernen. Det kan således være særdeles svært for f.eks. de danske skattemyndigheder at påvise, at det ikke er den formelle modtager af udbytte, der er den reelle modtager, da dette kræver et overblik over koncernens samlede pengestrømsopgørelser. Skatteministeren besvarede også spørgsmål 6 til L 30<sup>124</sup> således: ”Jeg kan ikke oplyse eksempler på udenlandske gennemstrømningsselskaber, som de danske skattemyndigheder ikke har accepteret som retmæssig ejer af udbytte fra danske selskaber.”

SKAT har dog haft særligt fokus på området<sup>125</sup> og det må formodes at der i den nærmeste fremtid, vil opstå sager, hvor skattemyndighederne forsøger at påvise, at der er tale om et gennemstrømningsselskab. Om dette rent faktisk lykkes, er et andet spørgsmål. Som anført af Bundgaard og Winther-Sørensen<sup>126</sup> må det formodes, at det kun i begrænset omfang er muligt for skattemyndighederne at omgøre ellers civilretligt korrekte transaktioner. Forfatterne anfører, at det må være nødvendigt med en særlig begrundelse for at kunne gribe ind ved spørgsmålet om, hvem der er den retmæssige ejer. Der må derfor anses for at være en begrænset adgang for skattemyndighederne til at omkvalificere, hvem der er den retmæssige ejer af udbyttet.

### **4.3 Fradrag for omkostninger til gæld**

Med de store finansieringsomkostninger, der bliver tilskrevet på de låneoptag kapitalfondene foretager, er det relevant at analysere, hvilke skattemæssige forhold der kan betyde, at der er skattemæssige fordele ved gæld i forhold til egenkapital.

SL § 6, stk. 1, litra e hjemler som udgangspunkt fradrag for renteudgifter. Det er dog et krav, at der skal være en retlig forpligtelse til at betale renterne og at det skal være den pågældende, der direkte

---

<sup>124</sup> Forslag til lov om indgåelse af protokol om ændring af dobbeltbeskatningsoverenskomsten mellem Danmark og Amerikas Forenede Stater fremsat og vedtaget i Folketingsåret 2006-07. [www.ft.dk](http://www.ft.dk)

<sup>125</sup> SKAT(2007)

<sup>126</sup> Bundgaard & Winther-Sørensen (2007-2), s. 9

er forpligtet til at betale renten.<sup>127</sup> Et selskab kan således ikke få fradrag for renter på gæld, som dets moderselskab eller lignende har optaget. Det er således et spørgsmål om, hvem der er rette omkostningsbærer.

KGL § 3 hjemler skattepligt for kursgevinster, samt fradrag for kurstab på fordringer. Bestemmelsens modstykke er KGL § 6, hvorefter der er skattepligt for gevinster og fradrag for tab på gæld. Bestemmelsen er en generel fradragsret for kurstab på gæld.

Undtagelsen til hovedreglen om skattepligt og fradrag for kursgevinster og –tab findes bl.a. i KGL § 4, ifølge hvilken der ikke er fradrag for tab på fordringer mod et koncernforbundet debitorselskab. Denne regel modsvares af KGL § 8, hvorefter gevinster ikke skal beskattes, hvis der ikke er fradrag for tabet hos kreditorselskabet efter KGL § 4. KGL § 4 og KGL § 8 gælder også for udenlandske selskaber, der kunne blive inddraget under dansk international sambeskatning efter SEL § 31 A. Det er dog et krav, at debitorselskabet kan dokumentere, at kreditorselskabet, såfremt det er hjemmehørende i et andet land end Danmark, ikke kan fradrage tabet i kreditors hjemland.

Som anført tidligere, har SKAT<sup>128</sup> anført at en del af de lån, der er optaget mellem interesseforbundne parter indenfor en kapitalfonds sfære, har haft vilkår, som ikke kan siges at være på armslængde vilkår.

Armslængdeprincippet er lovfæstet i LL § 2, der giver mulighed for korrektion af en koncerns/interesseforbundne parters indkomstopgørelse, hvis der ikke er handlet som var det mellem uafhængige parter.<sup>129</sup> Det anføres af Jan Pedersen<sup>130</sup>, at ”Armslængde vilkår er således en betegnelse for de markedsbestemte sædvanlige og normale vilkår, som uafhængige parter ville have

---

<sup>127</sup> Pedersen (2004), s. 366

<sup>128</sup> SKAT(2007)

<sup>129</sup> Bestemmelsen blev indført efter at Højesteret i TFS1998.199 H og TFS1998.234 H slog fast at der ikke var hjemmel til at foretage vilkårskorrektioner, medmindre der direkte var tale om en tilsigtet omgåelse.

<sup>130</sup> Pedersen (2004), s. 427

aftalt under tilsvarende omstændigheder.” Relateres dette til renteområdet, betyder det at skattemyndighederne har mulighed for at foretage en rentekorrektion.

SKAT anfører<sup>131</sup>, at de har erfaret at nogle af de lån, som porteføljeselskaberne og holdingselskaberne optager hos et udenlandsk koncernforbundet selskab, har en meget høj rente, der kan være mere end dobbelt så stor som almindelige lån fra finansieringsinstitutionerne. Er disse højere renter ikke begrundet i acceptable omstændigheder, herunder en evt. højere risiko ved lånene, kan skattemyndighederne fiksere en rente, hvorefter det danske debitorselskab alene har rentefradrag for den fikserede rente og hvor kreditorselskabet, hvis det er et dansk skattesubjekt får nedsat sin skattepligtige indkomst, som følge af en mindre renteindtægt. Er det ikke muligt at beregne og fastsætte en rente, der er på armslængde vilkår, er der mulighed for at benytte en administrativ praksis, hvorefter diskontoen plus 4 pct. fastsættes som renten.<sup>132</sup> Denne praksis tager dog ikke hensyn til den øgede risiko, som visse lån kan have, hvis de f.eks. er efterstillet andre lån og der dermed er ringe sikkerhed for dem.<sup>133</sup> Herudover kan det anføres at en brug af sådan administrativ praksis er retssikkerhedsmæssigt problematisk, da den af kreditor og debitor fastsatte rente vel i princippet kan være lige så rigtig, som en rente, der hedder diskontoen plus 4 pct., der ikke tager højde for de forskellige forhold, der gør sig gældende omkring debitor og kreditor. En anden metode, der dog heller ikke forekommer særlig hensigtsmæssig, er en vurdering af den relevante rente i forhold til debitorselskabets evt. andre långivere. I denne forbindelse vil det være nødvendigt at tage højde for hvilke unikke forhold, der har dannet baggrund for rentefastsættelsen, herunder risiko mv. Brugen af denne ”skøn under regel” skal begrænses mest muligt og det skal nøje overvejes om ikke myndighederne helt skal undlade at gøre brug heraf udover som en indikator for rentens eventuelle niveau. Til dette kan yderligere anføres, at der i ovennævnte situation allerede er fastsat en rente. Udgangspunktet må således være denne allerede fastsatte rente og hvordan den er beregnet i stedet for diskontoen plus 4 pct. Der kan således i givet fald ske regulering i beregningsgrundlaget for den fastsatte rente, hvilket også forekommer mest naturligt og

---

<sup>131</sup> SKAT (2007)

<sup>132</sup> Se hertil LV S.I.1.3.2: Særligt om låneforhold

<sup>133</sup> Se en yderligere kritik af denne praksis: Sørensen (2003).

rimeligt og evt. også vil være mere i overensstemmelse med en fastsættelse på armslængde vilkår.<sup>134</sup>

#### **4.3.1. Hybride finansieringsinstrumenter - SEL § 2 B**

Statsskattelovens bestemmelser fraviges efter et *lex specialis* princip. En relevant fravigelse i denne sammenhæng er SEL § 2B, der regulerer fradragsretten for hybride finansieringsinstrumenter.

Efter bestemmelsen omkvalificeres renteomkostninger og kurstab til udbytteudlodninger, hvis indskyderen af den hybride finansiering<sup>135</sup> er hjemmehørende i et andet land end Danmark og hvis indskuddet efter dette lands regler anses for at være egenkapital. Bestemmelsen blev indført ved lov nr. 344. af 18. april 2007 og har virkning fra 13. december 2006, jf. ændringslovens § 7, stk. 2.<sup>136</sup>

Det anføres ofte at kapitalfonde i stor stil gør brug af mezzaninkapital<sup>137</sup>, der er en slags ansvarlig lånekapital<sup>138</sup>. Kapitalen efterstilles typisk alle andre lån og ydes uden sikkerhed. Det må formodes, at bl.a. mezzaninkapital kan blive ramt af SEL § 2B, hvilket langt fra vil være hensigtsmæssigt for kapitalfondene, da en del af fordelene ved denne form for gæld derved forsvinder. Er der ikke fradrag for de renteomkostninger og kurstab, som porteføljeselskabet og holdingselskaberne skal betale, vil dette betyde en væsentlig ulempe i forhold til denne form for gæld og der må derfor findes en alternativ finansieringsløsning, som i sidste ende kan vise sig at være en dyrere løsning.

---

<sup>134</sup> Der henvises i øvrigt til en foreløbigt utrykt dom af 15. december 2008 fra Østre Landsret, hvor skattemyndighederne ikke ifølge landsretten havde fortaget en individuel fastsættelse af rentefoden. Skattemyndighedernes brug af diskontoen plus 4 %, blev derfor principielt tilsidesat af landsretten, men ikke i den konkrete sag, da den af skattemyndighederne fastsatte rente ikke var ”urimelig”.

<sup>135</sup> Hybrid finansiering kan defineres, som en finansieringsform, der både har elementer fra almindelig fremmedkapital og fra aktiekapital. Ofte er der tale om finansieringsinstrumenter, der på et nærmere bestemt tidspunkt konverteres fra fremmedkapital til egenkapital.

<sup>136</sup> Bundgaard (2007)

<sup>137</sup> Spliid (2007), s. 27

<sup>138</sup> Spliid (2007), s. 406



Udover mezzaningæld findes der andre hybride finansielle instrumenter, der også kombinerer forskellige fordele mellem egenkapital og gæld, både skattemæssigt og finansieringsmæssigt.

Kapitalfonde (og andre) har mulighed for at gøre brug af konvertible obligationer, der i høj grad ligner mezzaninkapital.

En konvertibel obligation er en obligation, der giver et afkast i form af en rente, mens der samtidigt er tilknyttet en warrant til obligationen, der giver indehaveren af obligationen en konverteringsret til på et senere og evt. nærmere bestemt tidspunkt eller tidsrum at konvertere sin obligation til en aktie og dermed opnå de fordele, der er forbundet med aktieejerskab.<sup>139</sup> Herudover vil indehaveren af den konvertible obligation opnå en fordel, hvis aktiekursen i mellemtiden stiger eller omvendt evt. stiger mere end forudsat. Falder aktiekursen i mellemtiden, vil indehaveren undlade at udnytte sin ret. Der er således ikke en pligt til at konvertere obligationen.

Obligationen er ofte lavt forrentet, da investoren ofte vil vurdere at det er en fordel med konverteringskursen og at dette modsvarer den lave rente.<sup>140</sup>

Tidligere var konvertible obligationer beskattet efter aktieavancebeskatningsloven, hvilket betød at selskaber kunne afstå dem skattefrit efter 3 års ejerskab, jf. ABL § 9.

Dette blev dog ændret ved lov nr. 530 af 17. juni 2008<sup>141</sup>, hvorefter avancen ved afståelse af konvertible obligationer nu skal beskattes fuldt ud uanset ejertid. Baggrunden for lovændringen var at visse lande skattemæssigt kvalificerer konvertible obligationer som gældsbreve. Dermed var der mulighed for dobbelt fradrag, hvor selskabet der havde udstedt den konvertible obligation opnåede et rentefradrag for de renteomkostninger, der påløb obligationen og fradrag for et evt. kurstab, mens et dansk selskab der ejede obligationen, havde mulighed for en skattefri avance efter 3 års ejertid.

142

---

<sup>139</sup> [http://www.aktielloen.dk/Default.aspx?Page=SharePlans\\_2&Menu=SharePlans](http://www.aktielloen.dk/Default.aspx?Page=SharePlans_2&Menu=SharePlans), samt Banner-Voigt (2005), s. 34.

<sup>140</sup> Investeringsforeningsrådet: <http://www.ifr.dk/composite-559.htm>

<sup>141</sup> Andre dele af lovændringen er nævnt i afsnit 2.1.1

<sup>142</sup> Steenholdt (2008), Rønfeldt & Werlauff (2008), Wiberg (2008) samt Wind Andersen (2008)

Loven trådte i kraft den 15. april 2008 og gælder for alle afståelser efter denne dato. Herefter gælder det at gevinst på afståelse af en konvertibel obligation altid er skattepligtig. Konverteres obligationen derimod og afstås de modtagne aktier 3 år efter konverteringen, kan aktierne afstås skattefrit<sup>143</sup>. Denne mulighed er dog ikke så attraktiv, da der i de 3 år, selskabet nu er "tvunget" til at eje aktien, er mange usikkerhedsmomenter, der kan påvirke aktien, hvilket reducerer hvor attraktivt det vil være at bruge konvertible obligationer.

De to nævnte lovændringer har dermed medført, at nogle af de finansieringsinstrumenter, som kapitalfondene tidligere gjorde meget brug af, nu er blevet en mindre attraktiv finansieringsform.

SKAT bemærker<sup>144</sup>, at nogle af de lån, der er knyttet til kapitalfondes opkøb af porteføljeselskaber, må formodes at have en meget nær tilknytning til de udbytteudlodninger, som er foretaget lige inden lånet er optaget.

Det må formodes at SKAT's pointe med det ovenfor fremførte er, at SKAT gennem en analyse af de faktiske pengestrømme håber at kunne afdække om det kan anføres, at kapitalen reelt aldrig har forladt det udbyttebetalende selskab. SKAT antyder, at der i sådanne situationer kan være grundlag for at foretage en omkvalificering af dispositionen, således at der ikke vil være fradrag for de renteudgifter porteføljeselskabet har.

Det anføres af Jan Pedersen<sup>145</sup>, at nogle deldispositioner kan vurderes samlet, således at dispositioner vurderes ud fra at det er "en samlet transaktion". Bundgaard og Ottosen<sup>146</sup> anfører, at Finwill-dommen<sup>147</sup> slår fast at det ikke er muligt for skattemyndighederne at foretage denne

---

<sup>143</sup> Wind Andersen (2008)

<sup>144</sup> SKAT (2007)

<sup>145</sup> Pedersen (2000), s. 23

<sup>146</sup> Bundgaard & Ottosen (2007), s. 5

<sup>147</sup> SKM2006.749.HR – Sagen vedrørte tilbagesalg til udstedende selskab, som blev anset for skattefrit udbytte, hvor parterne havde disponeret, således at de omgik tre års ejertidskravet for skattefrit aktiesalg. Skattemyndighederne

vurdering og omkvalificering, i hvert fald ikke når det retlige grundlag for dispositionen udspringer af selskabsretten. Jan Pedersen<sup>148</sup> anfører også at det er nødvendigt med ”modstrid mellem formalitet og realitet”.

Det er dog et åbent spørgsmål om det vil være muligt for skattemyndighederne at bevise den fornødne sammenhæng mellem udbetalingen af udbyttet og optagelsen af lånet hos det udbyttmodtagende selskab i en tilstrækkelig grad, specielt henset til at der kan være forskelle mellem lånets størrelse og udbytteudlodningens størrelse. Der kan herudover også være en mindre tidsmæssig forskydning og/eller forskel med hensyn til hvilket koncernselskab, der modtager udbyttet og hvilket koncernselskab, der er långiver.

Herudover har Højesteret i SKM2003.482.HR<sup>149</sup> og i SKM2006.749.HR<sup>150</sup> ikke tillagt det betydning, at dispositionerne var foretaget samme dag.

På denne baggrund må det formodes at det vil være meget svært for skattemyndighederne at overbevise domstolene om, at sådanne dispositioner omgøres, i hvert fald hvis der ses bort fra evt. situationer, hvor der er selskabsretlig substans bag.

---

ønskede at omkvalificere dispositionen, men dette blev ikke anerkendt af Højesteret. Dommen førte til at Skatteministeriet fremsatte lovforslag L 110 (Folketingets året 2006-07), hvormed mulighed for at foretage den slags transaktioner blev stoppet. Loven blev senere vedtaget som lov nr. 343 af. 18. april 2007.

<sup>148</sup> Pedersen (2000), s. 23

<sup>149</sup> Alle dispositionerne (låneoptagelsen, udvidelse af selskabskapitalen, udlån af kapitalen og køb af aktier) blev alle foretaget 30. juni 1995. Skatteministeriet mente derfor at dispositionerne var uden reelt indhold, hvilket også blev accepteret af landsretten. Højesteret var dog af en anden holdning og Højesteret mente således ikke at det var påvist af ministeriet at lånet var uden realitet. Se i øvrigt Michelsen (2004)

<sup>150</sup> Både salg til udstedende selskab og den efterfølgende kapitalforhøjelse skete begge d. 9. april 1999. Dette blev der dog ikke lagt vægt på fra Højesterets side.

### 4.3.2 Stiftelsesomkostninger vedr. lån

Hjemlen til at fradrage omkostninger til optagelse af gæld findes i de almindelige driftsomkostningsregler i SL § 6, stk.1, litra a<sup>151</sup>, samt i LL § 8, stk. 3 og i KGL § 26, stk. 4. Hvilken bestemmelse der ydes fradrag efter, afhænger af lånets konkrete vilkår. Emnet må antages at være særdeles relevant for kapitalfondene. SKAT anslår<sup>152</sup>, at kapitalfondene har samlede omkostninger til stiftelsesprovisioner og andre engangsvederlag på over 1 mia. kr.

SL § 6, stk. 1, litra a hjemler alene fradrag for omkostninger, der er medgået til at erhverve, sikre og vedligeholde indkomsten i et indkomstår. Der kan alene ske straksfradrag i et indkomstår, hvis omkostningen udelukkende vedrører dette indkomstår. Strækker udgiften sig ud over mere end et indkomstår, må fradraget spredes ud over de berørte indkomstår. Herudover er det et krav at omkostningen har direkte forbindelse til indkomsterhvervelsen.<sup>153</sup>

Der kan argumenteres for, at det er en udvidelse af indkomstgrundlaget, når kapitalfonde opkøber porteføljeselskaber. Der kan dog henvises til SKM2008.484.LSR omhandlende omkostninger til formueforvaltning, der gennemgås nedenfor. Det bliver i kendelsen forudsat af skattemyndighederne, at en venture fond ikke udvidede grundlaget for sin indkomsterhvervelse ved køb af porteføljeselskaber. Bestemmelsen i SL § 6 stk. 1, litra a kræver dog samtidig at omkostningerne, der fradrages efter denne bestemmelse, har en tilknytning til indkomsterhvervelsen. Som anført af ministeriet i SKM2008.486.DEP, beholder investeringsfonde som f.eks. kapitalfonde og venture fonde, som udgangspunkt deres investering i diverse porteføljeselskaber i mere end 3 år, hvorefter aktierne i selskaberne kan afstås skattefrit. Ministeriet anfører derfor, at der er en formodning for at omkostningerne til stiftelse af gæld ikke kan fradrages efter SL § 6, stk. 1, litra a.<sup>154</sup>

---

<sup>151</sup> Der er ikke fradrag for stiftelsesomkostninger i SL § 6, stk. 1, litra e, da denne bestemmelse alene giver fradrag for renter mv., der har karakter af løbende betalinger.

<sup>152</sup> SKAT(2007)

<sup>153</sup> Jeppesen (2007), Askholt (2003) & Ferniss (2006) s. 115 ff.

<sup>154</sup> Se i øvrigt afsnit 4.3.7 for en nærmere gennemgang.

Kan der ikke opnås fradrag efter SL § 6, stk.1, litra a, må det undersøges om der evt. kan være fradrag efter andre bestemmelser i skattelovene.

Der er fradrag for stiftelsesomkostninger, engangspræmier og andre engangsydelser efter LL § 8, stk. 3, litra c. Det er dog en betingelse at løbetiden på lånet ikke overstiger 2 år. Er der tale om et lån med en løbetid over denne grænse, kan der således ikke opnås skattemæssigt fradrag for udgifterne til stiftelse af gælden. Nogle af de lån kapitalfondene optager, er alene midlertidig lånefinansiering. Disse lån optages i forbindelse med opkøbet, men indfries kort tid herefter, når den øvrige finansiering er faldet på plads. Låneomkostninger i forbindelse med disse lån vil kunne fratrækkes efter LL § 8, stk. 3, litra c. Det er dog et krav, at løbetiden på under 2 år, er aftalt ved lånets optagelse. De resterende låneomkostninger kan ikke fratækkes efter denne bestemmelse og dermed vil der alene være mulighed for fradrag efter KGL § 26, stk. 4.

Herefter skal det undersøges om der er fradrag efter KGL § 26, stk. 4. Bestemmelsen lyder således: ” *Gevinst eller tab på gæld opgøres som forskellen mellem gældens værdi ved påtagelsen af gælden og værdien ved frigørelsen eller indfrielsen. Sker indfrielsen gennem afdrag, medregnes en så stor del, som svarer til forholdet mellem på den ene side indfriessummen med fradrag af anskaffessummen og på den anden side indfriessummen.*”

Efter bestemmelsen og forarbejderne hertil<sup>155</sup> skal de omkostninger, der er opstået i forbindelse med stiftelse af gæld, som f.eks. gebyrer, stiftelsesprovisioner og stempelafgifter, tillægges anskaffessummen, herudover skal omkostninger i forbindelse med afståelsen af fordringer fratrækkes afståessummen<sup>156</sup>.<sup>157</sup> Omkostningerne kan fratrækkes i avanceopgørelsen. Tidspunktet for opnåelsen af fradrag er ved realisationen, jf. KGL § 25. Dermed opnås der et indirekte fradrag, når omkostningerne til stiftelse af lånet tillægges lånets anskaffessum og dermed nedbringer avancen,<sup>158</sup> jf. KGL § 26, stk.4. Der kan opnås et forholdsmæssigt fradrag i forbindelse med, at lånet afdrages løbende, jf. KGL § 26, stk. 4, 2.pkt.<sup>159</sup>

---

<sup>155</sup> L 194, Folketingsåret 1996/97 – vedtaget som lov nr. 532 af 10. juni 1997.

<sup>156</sup> TFS 1998.581

<sup>157</sup> Wind Andersen (2001)

<sup>158</sup> Jeppesen (2007), s. 4.

Skattemyndighederne offentliggjorde i TFS.2001.793 en meddelelse, der fremlagde myndighedernes holdning til fradrag efter KGL § 26, stk. 4, for lån der er indgået og afstået til pari. Ifølge denne meddelelse er der alene fradrag efter KGL § 26, stk. 4, hvis der i øvrigt er fradrag efter kursgevinstloven. Dette er ikke tilfældet med pari-pari lån.<sup>160</sup> Skatteministeriet tog dog bekræftende til genmæle i SKM.2003.205.VLR, hvor ministeriet anerkendte at også lån, der var optaget og betalt til pari kunne opnå fradrag for stiftelsesomkostninger efter KGL.<sup>161</sup>

Det skal bemærkes, at der ikke er fradrag efter KGL § 26, stk. 4, hvis der kan opnås fradrag efter SL § 6, litra a, LL § 8, stk. 3, litra c eller anden skattelovgivning, der giver mulighed for fradrag i den skattepligtige indkomst<sup>162</sup>. Der opnås således ikke fradrag efter KGL § 26, stk. 4 selvom fradragsretten i de øvrige bestemmelser ikke bliver udnyttet.

SKAT<sup>163</sup> bemærker, at visse selskaber har fratrukket ”betydelige beløb” i den skattemæssige indkomst. Det må derfor formodes, at SKAT derfor i forbindelse med deres kontrolindsats vil undersøge om selskabernes fradragsret er reel.

I de seneste 10 år er der dog blevet indsat begrænsninger i ovennævnte fradragsret for bl.a. at begrænse de skatteretlige fordele ved en høj gældsfinansiering. Disse regler gennemgås i det følgende.

---

<sup>159</sup> Amby (1998)

<sup>160</sup> Bjørn (2002) og Wind Andersen (2001)

<sup>161</sup> Jeppesen (2007), s. 4

<sup>162</sup> Se hertil LV A.D.2.15 Opgørelse af gevinst og tab på gæld – KGL § 26, stk. 4

<sup>163</sup> SKAT (2007)

### 4.3.3 Tynd kapitaliseringsreglerne

Reglerne om tynd kapitalisering stammer oprindeligt fra 1998, hvor de blev indført som en del af Pinsepakken<sup>164</sup>. Siden da er reglerne bl.a. blevet ændret i 2004, da EF-domstolen i Lankhorst-Hohorst-sagen<sup>165</sup> underkendte de tyske tynd kapitaliseringsregler.<sup>166</sup>

Reglerne kræver, at for at opnå rentefradrag på gælden, må gælden ikke overstige egenkapitalen med forholdet 4:1.<sup>167</sup> Dette gælder dog kun, hvis selskabet har gæld til en kontrollerende juridisk person<sup>168</sup>, f.eks. et moderselskab. Hvis selskabets debt-to-equity ratioen overstiger forholdet 4:1, er konsekvensen, at der ikke er fradrag for den del af renterne, der relaterer sig til den del af gælden, der overstiger ratioen, idet denne del af gælden omkvalificeres til at egenkapital for at opfylde kravet. Det er først og fremmest gælden til den kontrollerende part, der bliver fradragsbeskåret i tilfælde af, at tynd kapitaliseringsreglerne finder anvendelse.

Baggrunden for reglernes indførelse er forskellen mellem den skattemæssige behandling af udbytter og omkostninger til finansiering via fremmedkapital. Da rentekomkostninger mv. kan fratrækkes og dermed er en mere attraktiv måde at finansiere sig på, sammenholdt med formodningen om at en ekstern långiver uden sammenfaldende interesser med låntager vil være betænkelig ved at låne penge til et selskab, der i forvejen har meget gæld i forhold til egenkapital, giver dette koncernen incitament til at lade et andet koncernselskab stå for finansieringen. Dermed kan man, som tidligere nævnt, kanalisere kapital videre i koncernen, samtidig med at der opnås fradrag for ”betalingen”. Reglerne om tynd kapitalisering skal begrænse denne fordel og gøre det mindre attraktivt at anvende en stor andel fremmedfinansiering.

---

<sup>164</sup> Pinsepakken bestod af en samlet lovpakke, der blev vedtaget 26. juni 1998.

<sup>165</sup> C-324/00. Sagen omhandlede de tyske tynd kapitaliseringsregler, men de danske regler på området lignede de tyske og gjaldt også alene udenlandske moderselskaber og deres danske datterselskab.

<sup>166</sup> De danske regler blev herefter ændret, således at reglerne også gælder rent danske selskaber. Der henvises i øvrigt til Rønfeldt (2008), hvor spørgsmålet om det EU-forenelige i de nuværende danske tynd kapitaliseringsregler gennemgås.

<sup>167</sup> Hjemlen til fradragsbegrænsning er indsat i SEL § 11.

<sup>168</sup> Ved kontrollerende part menes kontrol efter SEL § 32, stk. 6, og LL § 16 H, stk.2. Kontrol defineres heri som direkte eller indirekte ejerskab eller råden over 50 % af aktiekapitalen eller stemmerne.

Muligheden for at lånefinansiere sig med kapital fra koncernforbundne selskaber er dog primært interessant, hvis renteindtægterne beskattes med en lavere sats end den skattemæssige værdi af rentekomkostningerne. Derfor er det mest relevant i forhold til koncerner med udenlandske selskaber, der er hjemmehørende i stater med en lavere skattesats end den danske.

Det er en betingelse for at tynd kapitaliseringsreglerne finder anvendelse, at den kontrollerede gæld skal overstige 10 mio. kr.. Er der alene ydet lån fra en kontrollerende juridisk person på under 10 mio. kr., finder bestemmelsen ikke anvendelse. Det skal dog bemærkes, at der i SEL § 11, stk. 4, findes en konsolideringsregel<sup>169</sup>, der skal forhindre omgåelse af reglerne, herunder minimumsbeløbet. Konsolideringsreglen betyder at koncernen skal opgøre gæld og egenkapital på samlet basis. Reglen har til hensigt at hindre ”kaskadeeffekten”, der ellers ville gøre det muligt for moderselskabet at indsætte flere datterselskaber for på den måde at udtynde kapitalgrundlaget. Ved at indskyde flere selskaber, ville der ellers kunne skabes en ”debt-to-equity” ratio på under 4:1 og dermed ville bestemmelsen ikke få nogen reel virkning.<sup>170</sup>

Kontrolleret gæld defineres som gæld til koncernforbundne parter, herunder gæld som førnævnte parter har stillet sikkerhed for.<sup>171</sup> Der henvises til kontrolkravet i LL § 2, hvori kontrol defineres som minimum 50 % direkte eller indirekte ejerskab af aktiekapitalen eller rådighed over mere end 50 % af stemmerne.

Tynd kapitaliseringsreglerne indgår i et tæt samspil med de øvrige armslængderegler i dansk skatteret. Dette betyder, at såfremt det er muligt for koncernen at bevise at lånearrangementer er indgået på armslængdevilkår<sup>172</sup>, så falder disse lån udenfor definitionen og vil derfor ikke skulle tælles med, som en del af den kontrollerede gæld<sup>173</sup>.<sup>174</sup>

---

<sup>169</sup> Rasmussen (1998)

<sup>170</sup> Pedersen (2005), s. 395

<sup>171</sup> Pedersen (2005), s. 385 ff.

<sup>172</sup> Kontrollerede transaktioner og kravet om anvendelse af armslængdevilkår er reguleret i LL § 2.

<sup>173</sup> Jf. SEL § 11, stk. 1



#### 4.3.4 L 213: Rentefradragsbegrænsning

Reglerne indførtes ved lov nr. 540 af 6. juni 2007 og var et forsøg fra skattemyndighederne på at dæmme op for den øgede gældssætning i kapitalfondenes porteføljeselskaber<sup>175</sup>. Loven gennemførte to forskellige former for rentefradragsbegrænsning – renteloftsreglen og EBIT-reglen<sup>176</sup>.

##### **Renteloftsreglen:**

Denne regel betyder at nettofinansieringsudgifter kun kan fradrages i det omfang de ikke overstiger en standardforrentning<sup>177</sup> af den skattemæssige værdi af selskabets aktiver. Der indførtes dog samtidig en minimumsgrænse på 20 mio. kr. (2007)<sup>178</sup>. Nettofinansieringsudgifter under denne grænse er altid fradragsberettigede. Tallene opgøres samlet for en sambeskattet koncern<sup>179</sup>,<sup>180</sup> hvilket betyder at det ikke er muligt at komme under minimumsgrænsen ved at oprette mange datterselskaber.

Nettofinansieringsudgifter der overstiger 20 mio.kr. (2007) kan ikke senere fradrages, hvilket betyder at de er tabt permanent. Der findes dog særregler for nettokurstab.<sup>181</sup>

Under begrebet nettofinansieringsudgifter henhører bl.a. renteindtægter og renteudgifter, kursgevinster og kurstab efter KGL.<sup>182</sup>

---

<sup>174</sup> Pedersen (2005), s. 391

<sup>175</sup> Man vurderede bl.a. at tynd kapitaliseringsreglerne ikke havde den nødvendige effekt. Se hertil de almindelig bemærkning til L 213 (Folketingsåret 2006-07), kapitel 1: Lovforslagets baggrund. [www.ft.dk](http://www.ft.dk)

<sup>176</sup> Korsgaard (2007) & Lysdahl (2007)

<sup>177</sup> Satsen på standardrenten er reguleret i SEL § 11 B, stk. 2 og er for 2008 7 %.

<sup>178</sup> Beløbet reguleres årligt og er i 2008 reguleret til 20,6 mio. kr. Kilde:

[http://www.skm.dk/tal\\_statistik/satser\\_og\\_beloeb/368.html](http://www.skm.dk/tal_statistik/satser_og_beloeb/368.html)

<sup>179</sup> Reglerne om sambeskatning er gennemgået i afsnit 4.1

<sup>180</sup> jf. SEL § 11 B, stk. 8

<sup>181</sup> jf. SEL § 11 B, stk. 10.

Til den skattemæssige værdi af selskabets aktiver indgår afskrivningsberettigede aktiver til den nedskrevne værdi, ikke-afskrivningsberettigede aktiver til den anskaffede værdi, 20 % af anskaffelsessummen for aktier i udenlandske datterselskaber mv.<sup>183</sup>

Rentefradragsbeskæringen fordeles ifølge SEL § 11 B, stk. 8, 5. pkt. forholdsmæssigt i forhold til hvor stor en del, det enkelte selskab ville blive beskåret udenfor en sambeskatning.

### **EBIT-reglen:**

Ved lovindgrebet indførtes en EBIT-regel, der betyder at den skattepligtige indkomst før renter og skat (EBIT) maksimalt kan nedbringes med 80 %<sup>184</sup>. Konsekvensen er at der altid vil være 20 % af EBIT til beskatning. Beskæringen efter EBIT-reglen skal ske efter den ovennævnte rentelofts begrænsning.<sup>185</sup>

Nettofinansieringsudgifterne kan dog også her maksimalt beskæres til 20 mio. kr. Selskaber med nettofinansieringsudgifter under 20 mio. kr. berøres således ikke af disse regler<sup>186</sup>. Med EBIT-reglerne gælder ligeledes, at der skal foretages en samlet opgørelse på koncernbasis.

Efter SEL § 11 C, stk. 2, 3. pkt. sker fradragsbegrænsningen efter EBIT-reglen forholdsmæssigt mellem de sambeskattede selskaber.<sup>187</sup>

---

<sup>182</sup> Korsgaard (2007), s. 2

<sup>183</sup> Korsgaard (2007), s. 3

<sup>184</sup> SEL § 11 C

<sup>185</sup> Lysdahl (2007), s. 12

<sup>186</sup> Lysdahl (2007), s. 12 & Bygholm (2007) s. 2

<sup>187</sup> Skatteministeren har 8. oktober 2008 fremsat lovforslag L 23 om justering af rentefradragsbegrænsningsregler mv.. Vedtages lovforslaget i dets nuværende form, vil SEL § 11 C, stk.2, 3. pkt. blive ændret, således at fradragsbeskæringen sker forholdsmæssigt efter hvor stor en del af det enkelte selskabs nettofinansieringsudgifter, der overstiger de 80 %.

De nettofinansieringsudgifter der beskæres efter EBIT-reglen kan dog, i modsætning til de finansieringsudgifter, der beskæres efter renteloftsreglen, godt fremføres til modregning i senere års overskud. Dette betyder ifølge Skatteministeriet,<sup>188</sup> at normale selskaber<sup>189</sup> alene vil mærke virkningen af EBIT-reglen som årets likviditets spørgsmål og at statens fordel alene vil være af en rentemæssig karakter, da selskabet året efter vil få et større fradrag, som følge af fremførelsen af det tidligere fradragsbegrænsede.<sup>190</sup> Ministeriet fremfører således, at EBIT-reglen ikke vil have en nævneværdig betydning for almindelige selskaber med en almindelig kapitalstruktur, samtidigt med at reglerne i det hele gør det mindre attraktivt for kapitalfondene at operere med store gældsposter i Danmark. Det forudsætter dog, at selskabet ikke også i de efterfølgende år bliver ramt af beskæring efter EBIT-reglen.

Overordnet set betyder sammenspillet mellem de tre ovennævnte regler, at der skal foretages vurderinger af fradragsbeskæringen efter alle tre regelsæt i følgende rækkefølge:<sup>191</sup>

1. tynd kapitaliseringsreglen
2. renteloftsbegrænsningsreglen
3. EBIT-reglen

Et selskab kan opleve alene at blive ramt af tynd kapitalisering eller af flere af reglerne i samspil. Det er således muligt at blive ramt af alle tre regler samtidigt. Dette vil kræve at selskabet/koncernen har over 10 mio. kr. i kontrolleret gæld, at gælden samlet set er over 4 gange så stor som egenkapitalen, at aktivsaldoen efter SEL § 11 B, stk. 6 i gennemsnit forrentes med mere end standardrenten, at selskabet/koncernen har mere end 20 mio. kr. i nettorentudgifter og at selskabets EBIT efter de øvrige begrænsninger vil blive reduceret med mere end 80 %.

---

<sup>188</sup> Jf. de almindelige bemærkninger til L 213, afsnit 5.2: Konsekvenser som følge af loftet over fradragsberettigede nettofinansieringsudgifter og EBIT-ordningen. [www.ft.dk](http://www.ft.dk)

<sup>189</sup> Her menes formentligt ikke -kapitalfondsejede selskaber

<sup>190</sup> Jf. de almindelige bemærkninger til L 213, afsnit 3.2.5 [www.ft.dk](http://www.ft.dk)

<sup>191</sup> Korsgaard (2007), s. 1

En fradragsbeskæring efter tynd kapitaliseringsreglerne kan medføre at selskaber, som ellers ville være blevet ramt af renteloftet på grund af størrelsen af de samlede nettofinansieringsudgifter, ikke rammes heraf, da deres renteudgifter allerede er blevet beskåret i ”passende” omfang.<sup>192</sup>

#### **4.4 Fradrag for omkostninger til opkøb, herunder due diligence**

Efter SL § 6, stk. 1, litra a er der ikke en generel fradragshjemmel for omkostninger, der medgår til opkøb af virksomheder.<sup>193</sup> LL § 8 J blev indført i 1991. Denne bestemmelse giver hjemmel til fradrag for udgifter til revisor og advokat, der er afholdt i forbindelse med etablering af en erhvervsvirksomhed eller udvidelse af en bestående.

Muligheden for at benytte sig af fradragsretten efter 8 J har dog været begrænset, da skattemyndighederne i en periode, har anlagt en snæver fortolkning af bestemmelsen.<sup>194</sup>

I Johnson Holding-sagen (SKM.2004.297.HR) tog Højesteret første gang stilling til 8 J og fastslog at der var fradrag for udgifter til revisor og advokat, til trods for, at der var tale om et holdingselskab. Højesteret påpegede at et holdingselskab er erhvervsdrivende ifølge selskabslovgivningen og overførte dermed den selskabsretlige definition til den skatteretlige sfære. Herudover havde holdingselskabet efter SL § 6, stk. 1, litra a også fradrag for omkostninger til udarbejdelsen af regnskabet og for omkostninger i forbindelse med revisionen.

Skattemyndighederne forsøgte herefter at begrænse rækkevidden af dommen og valgte derfor at indbringe nogle landsskatteretskendelser, der også omhandlede fradrag efter 8J for landsretten. Ministeriet hævdede for landsretten, at udgifterne i stedet skulle behandles efter 8J, stk. 3, hvorefter at der ikke var fradrag, da omkostningerne i stedet skal anses, som værende et tillæg til købesummen.

---

<sup>192</sup> Korsgaard (2007), s. 1

<sup>193</sup> Askholt (2007), s.263 ff. Ferniss (2006), s. 115 ff.

<sup>194</sup> Bjare (2007)

Sagerne endte i Højesteret<sup>195</sup>, der gav selskaberne ret til fradrag<sup>196</sup>. Højesteret påpegede at en anden fortolkning, hvormed der ikke ville være fradrag, ikke ville være i overensstemmelse med ordlyden af bestemmelsen eller lovforarbejderne. En fortolkning som ministeriets ville gøre anvendelsesområdet for stk. 3 for bred og dette ville være i strid med lovens formål. Højesteret lavede herefter en sondring mellem hvilke omkostninger, der er omfattet af stk. 1 og hvilke der er omfattet af stk.3. Ifølge Højesteret er udgifter til undersøgelser, herunder due diligence, rådgivning, deltagelse i forhandlinger og udfærdigelsen af kontrakter omfattet af stk.1, mens udgifter som kan relateres til selve aktiekøbet skal anses for omfattet af stk. 3. Hermed er udgifter til udfærdigelse af transportpåtegninger, noteringer og anmeldelser alene omfattet af stk. 3 og kan dermed ikke fradrages.

På baggrund af det af Højesteret anført i SKM.2007.775.HR ang. erhvervelsen af en bestemmende aktiepost, har Skatteministeriet anført i SKM.2008.102.SKAT at det alene er ved erhvervelsen af bestemmende aktieposter i et selskab, at der kan ske fradrag efter LL § 8 J. For det modsatte synspunkt henvises til udtalelse fra FSRs Skatteudvalg,<sup>197</sup> samt Søren Lehmann Nielsen.<sup>198</sup>

En due diligence rapport skal som tidligere nævnt afdække økonomiske og juridiske forhold i en virksomhed, som evt. kan være problematiske. En sådan undersøgelse vil i mange tilfælde kræve andre involverede end alene advokater og revisorer. Det er dog i henhold til 8J alene i forhold til denne kreds af personer, der eksisterer fradragsret for omkostningerne. Det kan derfor være interessant for specielt kapitalfondene, der bruger store summer på sådanne undersøgelser, at få klarlagt hvorvidt der vil være fradrag for omkostningerne til andre rådgivere og i såfald efter hvilken bestemmelse. Højesteret afslog i SKM.2007.775 HR at SL § 6, stk.1, litra a, kunne benyttes med den begrundelse at der skete en udvidelse af den bestående virksomhed udover dens hidtidige

---

<sup>195</sup> SKM.2007.773 HR og SKM.2007.775 HR

<sup>196</sup> Bostrup (2007)

<sup>197</sup> Udtalelsen findes på [www.fsr.dk](http://www.fsr.dk)

<sup>198</sup> Lehmann Nielsen (2008)

rammer.<sup>199</sup> Spørgsmålet er om det af Højesterets udtalelse kan udledes at en udvidelse af den bestående virksomhed indenfor dens hidtidige rammer kan accepteres.<sup>200</sup>

Til støtte for dette kan følgende udledes af retspraksis, samt af administrativ praksis:

I SKM2008.484.LSR lagde Skatteministeriet til grund for sin argumentation, at et ventureselskab, der investerede i aktier, var omfattet af SL § 6, stk. 1, litra a, under visse betingelser, da der ikke var tale om en etablering eller udvidelse af venturevirksomheden, når der skete nye investeringer. Ventureselskabet havde ikke kunnet opnå fradrag for alle sine udgifter efter LL § 8 J, da der ikke skete opkøb af alle de undersøgte selskaber. Herudover havde skattemyndighederne anført, at der ikke var tale om etableringsudgifter, hvilket betød at der ikke var fradrag efter 8 J. Landsskatteretten havde tidligere truffet afgørelser i SKM2006.409.LSR og SKM2007.587.LSR<sup>201</sup>, hvor der blev givet fradrag for udgifter til den formueadministration, som de to ventureselskaber sagerne omhandlede, havde afholdt som led i deres virke. Det blev i afgørelserne slået fast, at der er fradrag efter SL § 6, stk. 1, litra a, i tilfælde af at der er en ”direkte og umiddelbar forbindelse” mellem udgiften og indkomsterhvervelsen i ventureselskaber. Herudover anførte Skatteministeren i et svar til Folketingets Skatteudvalg<sup>202</sup>:

*” De to afgørelser understreger, at et selskabs udgifter til formueadministration kan fradrages, hvis udgiften har direkte sammenhæng med selskabets erhvervelse af skattepligtig indkomst, jf. statsskattelovens § 6 a. Fradrag kan kun nægtes, såfremt dele af de pågældende udgifter ikke har den nødvendige sammenhæng med indkomsterhvervelsen, men snarere tjener til sikring af den del af selskabets formue, som kan afhændes skattefrit. Det bemærkes i den forbindelse, at aktier som udgangspunkt ikke kan afhændes skattefrit.*

*Det vil i relation til udgifter til administration af en aktieportefølje sige, at fradrag kun kan nægtes, hvis den enkelte formueforvalters investeringsrådgivning kan henføres til aktieinvesteringer, der*

---

<sup>199</sup> Dette anføres også i LV. E.A.2.1.2 – Drift-anlæg/etablering

<sup>200</sup> Bjare (2007)

<sup>201</sup> Afgørelserne er kommenteret i Bjørn (2007-2)

<sup>202</sup> Alm. Del – svar på spørgsmål nr. 363 – Folketingsåret 2006/07

*specifikt er foretaget med henblik på at opnå udbytter og/eller avancer, der ikke er eller kun rent undtagelsesvist vil være skattepligtige.”<sup>203</sup>*

Det pågældende ventureselskab kunne i SKM.2008.484.LSR netop bevise, at man ikke kun havde afstået skattefrit<sup>204</sup> og ministeriet valgte derfor at tage bekræftende til genmæle i sagen.

I en anden sag SKM.2008.485.LSR fandt ministeriet modsætningsvis ikke, at der var formodning for at aktierne skulle være afstået før 3 års ejertiden udløb. Ministeriet anførte i SKM2008.486.DEP at dette bunder i en konkret vurdering af selskabets forhold, herunder at porteføljeselskaberne typisk krævede mange års udvikling. Ministeriet besluttede derfor, at indbringe sagen for domstolene. Der er endnu ikke faldet dom i sagen<sup>205</sup>.<sup>206</sup>

Det skal bemærkes at Østre Landsret<sup>207</sup> fandt, at der ikke kunne indrømmes fradrag for et selskabs erhvervelse af aktier, da der var tale om en udvidelse af den bestående erhvervsvirksomhed. Selskabet havde ikke løftet bevisbyrden for, at det ønskede at afhænde aktierne igen og kunne derfor ikke anses for at være omfattet af ovenstående praksis.

Relateres retstilstanden for venturefonde til kapitalfonde, må følgende kunne udledes;

---

<sup>203</sup> Se hertil SKM2008.486.DEP

<sup>204</sup> Disse beviser fremkom dog først under hovedforhandlingerne til appelsagen ved Østre Landsret. Selskabet havde overvejende haft afståelser af aktier ejet under 3 år. Se hertil SKM2008.486.DEP, samt L.V. E.A.2.1.3 Domspraksis m.v.

<sup>205</sup> Se hertil Holm (2008)

<sup>206</sup> Lehmann Nielsen (2008). Forfatteren anfører at han mener at fradrag efter SL § 6 alene kræver, at der kan ske beskatning efter Statsskattelovens regler og ikke speciallovgivning. Dermed skal Skatteministeriet bevise at investering vil give et afkast, der ikke er skattepligtigt, hvilket reelt betyder at der ikke må skulle betales udbytter eller likvidationsudlodninger, samt at aktierne skal være ejet i mere end 3 år.

<sup>207</sup> SKM2008.719.ØLR – Sagen omhandlede TDCs køb af aktier, hvor TDC ønskede fradrag for visse udgifter.

Kapitalfonde kan i nogenlunde samme udstrækning som venturefonde/selskaber antages at erhverve skattepligtig indkomst via administration af aktier i en eller anden form. Det er i de to ovennævnte afgørelser fra Landsskatteretten, sammenholdt med Skatteministeriets Departements udtalelse i SKM2008.486.DEP slået fast at det er skattemyndighedernes holdning, at der alene vil være fradrag for formueforvaltning af aktier, såfremt dette har tilknytning til den skattepligtige indkomst. Synspunktet er dog endnu ikke afgjort ved domstolene endnu og det må formodes, at synspunktet, der møder kritik flere steder fra i den skatteretlige litteratur<sup>208</sup>, vil ende med en principiel stillingtagen fra Højesterets side.

Såfremt ministeriet får ret af domstolene, vil det herefter være relevant at undersøge i hvor høj grad, udgifterne til administration af aktierne, herunder de forgæves afholdte udgifter, kan relateres til den skattepligtige indkomst, f.eks. i form af aktieavancer eller et management fee. Det bemærkes i denne forbindelse at kapitalfondene kun sjældent ejer aktierne i mindre end 3 år. Dermed sælges aktierne skattefrit og der vil ikke være en skattepligtig indkomst, der kan modsvare et fradrag.

#### **4.4.1 Bonus til ledelsen i forbindelse med opkøb**

Som led i SKATs undersøgelse af kapitalfondes opkøb, vil der bl.a. blive set på, hvordan omkostninger til ”stay on bonus” og transaktionsbonus er blevet behandlet skattemæssigt i selskabet.<sup>209</sup> Det skal således undersøges, hvorvidt der er tale om fradragsberettigede driftsudgifter, der kan fratrækkes efter SL § 6, stk. 1, litra a eller om udgifterne i højere grad har tjent aktionærernes interesser som led i salget, hvorefter der ikke nødvendigvis er fradrag for udgifterne.<sup>210</sup> Det afgørende for om der er fradrag for udgifter til bonus til medarbejdere og/eller direktører er en sontring mellem om det er udgifter, der relaterer sig til den løbende

---

<sup>208</sup> Rasmussen (2003), Lehmann Nielsen (2008) & Bjørn (2007-2).

<sup>209</sup> SKAT(2007)

<sup>210</sup> Hansen (2008). Forfatteren anfører at det er lønomkostning og herunder bonusbeløb er almindelig anerkendt som fradragsberettigede driftsomkostninger, når der er tale om erhvervsmæssigt arbejde. Til støtte herfor henleder forfatteren opmærksomheden på Kjeld Hemmingsen i ”Driftsomkostninger i teori og praksis” fra 2003, s. 209, hvor det anføres at ”lønudgifter som typegodkendte udgifter, hvorved forstås, at lønudgifter af enhver art er fradragsberettigede.”



drift/skattepligtige indkomst eller udgifter, der har tilknytning til anlæg og etablering. Det skal herefter vurderes hvilke udgifter, der kan henføres til hvilken kategori. Dette sker gennem en kort gennemgang af de seneste par års afgørelser, hvor emnet er blevet behandlet. Det skal i denne forbindelse bemærkes, at fradrag for sådanne udgifter også vil afhænge af om selskabet kan anses for at være den rette omkostningsbærer. Der vil således ikke være fradrag hos selskabet, såfremt det er reelt er de sælgende aktionærer, der afholder udgiften hertil.<sup>211</sup>

Venstre Landsret behandlede problemstillingen i SKM.2007.534.VLR, hvor to direktører i et selskab ville modtage en bonus, hvis selskabet blev solgt. Skattemyndighederne nægtede at godkende selskabets fradrag for denne bonus, da man mente at udgiften var afholdt i aktionærernes interesse og ikke i selskabets. Det var således aktionærerne og ikke selskabet direkte, der opnåede en fordel af det ekstra arbejde som direktørerne blev belønnet for med det betalte bonus. Venstre Landsret var enig heri, bl.a. fordi den omtalte bonus var blevet fratrukket købsprisen. Der var derfor reelt aktionærerne, der havde betalt for direktørernes bonus. Herudover var bonussen indført i selskabets regnskab, som ”Omkostninger, som ikke direkte kan henføres til selskabets normale drift” og under en post benævnt ”Omkostninger relateret til salg af virksomheden inkl. vederlag”. Der var herefter en stærk formodning for at udgiften ikke relaterede sig til indkomsterhvervelsen hos selskabet. Selskabet kunne ikke bevise eller kunne sandsynliggøre det modsatte.<sup>212</sup>

En afgørelse fra Landsskatteretten<sup>213</sup> omhandlede et ventureselskab. Selskabets direktør modtog bl.a. en bonus, som var afhængig af salget af de af ventureselskabet optimerede selskaber. Selskabet forsøgte at få fradrag efter LL § 17 C og SL § 6, stk. 1, litra a. Argumentet var at man var erhvervsdrivende med salg af aktier og derfor skulle have fradrag for lønudgifter i forbindelse hermed. Selskabet modtog management fees fra datterselskaberne til administration af disse. Den ”normale” drift og herunder aflønning af selskabets direktør og medarbejdere skete via disse management fees. Selskabet påstod sig omfattet af SL § 6, stk.1, litra a, da den omtalte bonus var udbetalt som led i den løbende indkomsterhvervelse. Derfor mente selskabet at man ikke var

---

<sup>211</sup> Se hertil Hansen (2008), s. 2252

<sup>212</sup> Dommen er kommenteret i Bjørn (2007-1)

<sup>213</sup> SKM2008.142.LSR

omfattet af retspraksis efter Vestre Landsrets dom<sup>214</sup>. Landsskatteretten påpegede at den løbende indkomsterhvervelse skete fra management fee'et og ikke fra salget af aktierne i porteføljeselskaberne og afviste derfor at give fradrag. Selskabet var ikke næringskattepligtig af salget af aktierne, jf. ABL § 3, stk. 1<sup>215</sup> og kunne derfor ikke gøre brug af LL § 17 C. Udgifterne til udbetaling af bonus kunne derfor ikke fradrages. En del af udgifterne kunne dog fradrages i aktiernes salgssum.<sup>216</sup>

Skatterådet behandlede i SKM.2008.709.SR spørgsmålet om, hvorvidt det var muligt for et selskab at fratække udgiften til fantomaktier<sup>217</sup>, der reelt var et bonusbeløb, som ville blive udbetalt til medarbejderne hvert år i henhold til en beregning af selskabets værdi, herunder i et år, hvor der måtte ske salg af selskabet. I SKATs indstilling til Skatterådet anførte SKAT bl.a. at *”Hvis udgiften primært tjener til at sikre indkomstgrundlaget, eller hvis udgiften primært tjener aktionærens interesser, foreligger der ikke en driftsudgift for selskabet.*

*Det betyder eksempelvis, at hvis bonusudgiften skal dække et (mer)arbejde, hvis væsentligste indhold er at få aktierne i selskabet solgt til størst mulig pris, anses udgiften til bonus for at være afholdt for at sikre, vedligeholde eller måske oven i købet forbedre/udvide selskabets indtjeningsgrundlag. Disse udgifter anses efter SL §§ 6, stk. 1, litra a, for ikke fradragsberettigede udgifter, fordi de relaterer sig til virksomhedens indkomstgrundlag (formue)...*

---

<sup>214</sup> SKM.2007.534.VLR

<sup>215</sup> Se hertil Rasmussen (2002)

<sup>216</sup> Se i øvrigt Hansen (2008) for kritik heraf.

<sup>217</sup> Fantomaktier er ikke et selvstændigt juridisk begreb, men dækker over forskellige former for bonusordninger. (LV. A.B.1.12.2 Fantomaktier). Der er dog typisk tale om et aflønningsinstrument, hvor man giver incitamenter som ved aktieejerskab (værdistigning og udbytteudlodninger hvis det går godt i selskabet), men hvor det ikke reelt er knyttet til en aktie eller en ret til en aktie. Se hertil Banner-Voigt (2005), s. 36 og 165 ff.

*...Landsretten har således med sin dom stadfæstet det grundlæggende princip om, at udgiften skal være knyttet til virksomhedens indtjening og ikke må have som formål primært at tjene aktionærinteresser, der er selskabet uvedkommende.”*

Skatterådet tiltrådte SKATs indstilling og fandt herefter at den påtænkte disposition ville tjene aktionærernes interesse og selskabet der ønskede at udstede fantomaktierne, fik derfor fradrag for udgifterne i det indkomstår, hvor der skete et salg.

Det er dog muligt at stille spørgsmålstegn ved afgørelsens rigtighed. I den nævnte sag var det af selskabet oplyst, at selskabet alene ønskede at lave ordningen på den nævnte måde, da fantomaktiernes struktur ellers kunne fjerne bonuselementet i ordningen. Herudover var der ikke tale om medarbejdere, der reelt havde en indflydelse på salget. Arbejdet der blev ydet var således ikke i aktionærernes interesse, men i selskabets, da medarbejderne alene ville blive belønnet for den ”normale” arbejdsindsats de ydede i hele året. Det forekommer derfor ikke korrekt, at alene det hensyn, at grundlaget for bonusberegningen var den værdi, der blev konstateret ved et salg, i stedet for en internt beregnet værdi, vil betyde at der ikke er fradrag for en omkostning, der reelt har tilknytning til den løbende indkomsterhvervelse.

Som det fremgår af ovenstående, er det nødvendigt for et selskab nøje at overveje, hvordan den skattemæssige behandling af en bonus til f.eks. en direktør bliver behandlet i selskabet. Der skal hele tiden sondres mellem hvem, der har fordel af dispositionen og om ”belønningen” kan tænkes at være for en ekstra ydet indsats, som ikke relaterer sig til selskabets normale drift, men evt. i stedet knytter sig til forsøg på salg af selskabet til højest mulige værdi. Det skal i øvrigt ses på, hvem der er rette omkostningsbærer af udgiften.

Ovenstående problemstilling er også aktuel for kapitalfondene, der som bekendt i høj grad benytter sig af denne form for aflønning af ledelsen. Man kan i relation til fastholdelsesbonus stille spørgsmålet om hvem der bliver tilgodeset ved at selskabet beholder sin direktør/ledelse efter et evt. salg?

Aktionærerne vil opnå en merpris, da det i de fleste tilfælde vil være en fordel for selskabet, at direktøren fortsætter i selskabet med de nye ejere af selskabet, i hvert fald indtil der kan ske en overlevering. Men selskabet også vil have gavn af at der ikke med det samme kommer en ny direktør. Det er dog ofte køber, der forlanger at den pågældende medarbejder bliver og det er også køber, der afholder udgiften hertil. Er dette tilfælde, er der næppe tvivl om, hvorvidt der er fradrag. Der skal dog være en konkret vurdering.

Jan Steen Hansen<sup>218</sup> anfører at f.eks. en direktør har det overordnede ansvar for virksomheden, herunder drift og for bl.a. salg af datterselskaber. Forfatteren anfører yderligere, at det vil være naturligt at medarbejdere hjælper med at sælge datterselskabet eller aktiviteter heri og at disse medarbejdere får løn herfor. Spørgsmål vil alene være, hvem der er rette omkostningsbærer. Dette synspunkt forekommer ikke helt korrekt. Det vil i hvert fald ikke være i overensstemmelse med førnævnte SKM2008.719.ØLR, hvor det modsatte netop blev anført.

#### **4.5 Delkonklusion**

Ovenstående kapitel indeholder en nærmere gennemgang af de skattemæssigt relevante aspekter, der gør sig gældende i forhold til kapitalfondene og analyserer bl.a. de forhold, der er blevet påpeget, som problematiske af SKAT i deres rapport fra 2007<sup>219</sup>. Der ses på udlodning af udbytte, låneoptagelse og stay-on bonus til ledende medarbejdere.

Med hensyn til udbytte analyseres i nærværende afhandling, hvorledes udbytte beskattes. Der ses bl.a. på porteføljeselskaber (datterselskaber), hvor parterne alle er hjemmehørende i EU-medlemsstater eller i DBO-lande og hvor nogle af parterne ikke er beliggende i disse skattemæssigt acceptable lande, herunder omgåelse af disse regler. Skattemyndighederne kan i et vist omfang sikre sig, at der sker korrekt skattemæssig behandling i forhold til hvor den reelle modtager af udbyttet er hjemmehørende. Dette vil dog i praksis have visse bevismæssige problemer og det er

---

<sup>218</sup> Hansen (2008)

<sup>219</sup> SKAT (2007)

således endnu ikke sket i Danmark, at et selskab er blevet anset for at være et gennemstrømningselskab.

Fremmedkapitalens skattemæssige fordel over egenkapitalen er blevet væsentligt begrænset gennem reglerne om tynd kapitalisering, renteloftsreglen og EBIT-reglen. Bestemmelserne udgør tilsammen et forsøg fra de danske skattemyndigheder på at få tilpasset selskabers kapitalstruktur<sup>220</sup>, således at strukturen i mindre omfang end tidligere drives af skatteoptimeringshensyn.

En anden relevant skattemæssig problemstilling, er udgifter der kan relatere sig til køb og salg af selskaber. Med de store udgifter til rådgivere og incitamentsafklønning af selskabets ledelse er det interessant at undersøge de relevante fradragbestemmelser og deres retsvirkning nærmere, for på den måde at fastslå, i hvilket omfang der er fradrag. Udgifter der hænger sammen med selskabets løbende drift, kan i vidt omfang fradrages, mens andre udgifter ikke kan fradrages, medmindre der er speciel hjemmel til dette i skattelovgivningen. Et eksempel på sådanne specielle regler er LL § 8 J, der hjemler fradrag for udgifter til advokat og revisor ved køb af et selskab mv.

De nævnte skattemæssige problemstillinger er dog ikke unikke for kapitalfondene og fondene er således heller ikke de eneste i Danmark, der gør brug af disse bestemmelser, eller for den sags skyld påvirkes af dem. Det er dog sandsynligt, at kapitalfondene i højere grad end andre benytter sig af de eksisterende muligheder. Dette er der som udgangspunkt ikke noget galt i. Skattetænkning er ikke i sig selv ulovligt.

---

<sup>220</sup> Specielt kapitalfondenes porteføljeselskabers kapitalstruktur

## 5. Konklusion

Kapitalfondene har tiltrukket sig stor offentlig opmærksomhed både nationalt og internationalt. Formålet med denne afhandling har været at se nærmere på fænomenet og analysere relevante aspekter omkring disse fonde og deres arbejde med at omstrukturere og optimere danske virksomheder for at skabe værdi for fonderens investorer.

Afhandlingens overordnede spørgsmål lød således:

**Hvorfor tilfører kapitalfondsejerskab mere værdi end andre former for ejerskab og hvilke skattemæssige faktorer er relevante i forhold til denne analyse?**

Kapitalfonde tilfører deres porteføljeselskaber værdi gennem de kompetencer de har til at foretage omstrukturering og optimering af selskaber. Nogle af disse kompetencer er imiterbare og kan derfor ikke siges at tilføre mere værdi til de kapitalfondsejede selskaber end hvad andre selskaber kan opnå uden kapitalfondsejerskab. Noget der ikke kan imiteres, er tilegnelsen af information om markedet og om det mulige targetsselskab. En del af denne information kan kun erhverves gennem en analyse af selve selskabet og gennem et indgående kendskab til markedet, der gør det muligt at udvælge selskaber, der har et stort udviklingspotentiale, samtidigt med at markedet generelt undervurderer selskabet. Kombineret hermed er den tidsbegrænsning, som kapitalfondene opererer under. For fondene er det således irrelevant om der er et mindre underskud nogle år, når blot selskabet er salgsklart til tiden og til den rigtige pris. Man ser således ikke kun på det helt korte sigt, men hvordan det enkelte år kan bidrage til selskabets fortsatte værdistigning.

Kapitalfondenes tilgang til virksomhedsledelse er præget af en stor involveringsgrad og et ønske om at opnå et øget kendskab til virksomheden, således at fonden er i stand til at foretage korrekte og hurtige beslutninger, hvis dette bliver nødvendigt.

Herudover arbejdes der med at optimere forskellige strukturer i virksomheden, herunder incitaments-, ledelses- og kapitalstrukturer. Optimering af disse strukturer er med til at forøge værdien af de kapitalfondsopkøbte selskaber igennem en mere engageret ledelse, hvis incitament

er tilpasset, således at deres beslutninger må antages at varetage aktionærernes interesser i langt højere grad end ellers. Dermed må det forventes, at der foretages dispositioner, som tilfører investorerne mest mulig værdi.

Den kapitalfondsopkøbte virksomhed får tilpasset sin kapitalstruktur. Det skal igennem denne tilpasning sikres at der er færre kapitalomkostninger, som aktionærerne ikke opnår økonomiske fordele af. Kapitalfondene foretager ofte en LBO og finansierer dermed en stor del af opkøbet igennem en større gældssætning. På denne måde er det muligt at købe virksomheder, der koster mere end de kapitaltilsagn investorerne har givet kapitaltilsagn om. Med de store finansieringsomkostninger, som opstår i forbindelse med opkøbet og den løbende drift af porteføljeselskaberne, bliver det relevant at undersøge i hvilket omfang der er skattemæssigt fradrag for disse omkostninger.

Der er som udgangspunkt fradrag for renteomkostninger efter SL § 6, stk. 1, litra e, hvis det er en retlig forpligtelse, der påhviler det pågældende selskab. Kapitalfonden og dens porteføljeselskab skal dog være opmærksomme på armslængde reglerne i LL § 2, der kræver at aftalen er indgået på samme betingelser, som hvis der havde været tale om uafhængige parter.

Perioden hvor porteføljevirkomheden er ejet af kapitalfonden er begrænset tidsmæssigt og der vil i denne periode ikke være råd til for mange fejltagelser. Derfor er det også nødvendigt, at nye tiltag og investeringer overvejes nøje, da der vil være begrænset mulighed for at rette eventuelle fejltagelser, således at de ikke får afgørende negativ betydning på den senere prisfastsættelse af selskabet. En måde at forstærke denne begrænsning på, er at lægge begrænsninger på den kapital, der kan benyttes til dispositioner, der potentielt kan give mulighed for fejlinvesteringer mv. Ved at udlodde store dele af selskabets egenkapital og dermed fjerne en stor del af selskabets kapitalgrundlag til at foretage sådanne dispositioner, vil der kun i begrænset omfang være "fri" kapital til fejl disponeringer. Selskabets ledelse har derfor ikke samme frihed og skal der foretages større opkøb, må bestyrelsen og fonden spørges. Dette vil normalt kræve en større analyse af de alternative investeringsmuligheder og en nærmere afdækning af investeringens fordele og ulemper og dermed opnås der typisk større sikkerhed inden investeringen foretages.

En større gearing af et selskab og en optimering af selskabets kapitalstruktur er ikke unik for kapitalfondene og det kan anføres at ledelsen i en virksomhed, der ikke ønsker at blive opkøbt af en kapitalfond, selv kan foretage de ovennævnte optimeringstiltag og dermed fjerne en del af de optimeringsforhold, som ellers ville gøre virksomheden interessant for kapitalfondene. Managementselskabet optjener en stor del af sin honorering gennem den carried interest, som afregnes af selskabets værdistigning, i det omfang denne værdistigning overstiger hurdle raten. Dermed har managementselskabet store incitamenters til at opkøbe porteføljeselskaber billigt og efterfølgende sælge dem videre med stor fortjeneste. Har selskabets ledelse selv foretaget mange optimeringstiltag og igennem dette øget selskabets værdi, vil selskabet ikke i samme omfang være interessant for fondene. Dette kræver dog også at (aktie)markedet anser optimeringstiltagene for værdiskabende for selskabet og at markedet ikke undervurderer selskabet meget i forvejen. Herudover kan det bemærkes, at kapitalfondene i højere grad end andre, har adgang til billig kapital, hvilket giver dem en konkurrencemæssig fordel og giver dem mulighed for at finansiere opkøb billigere end andre.

Blandt kapitalfondenes kompetencer nævnes ofte deres store branchekendskab og deres store netværk af kompetente erhvervsfolk. Et stort branchekendskab skal først erhverves og det er ikke alle kapitalfonde, der alene holder sig til et enkelt marked. Det kan således også være nødvendigt for en kapitalfond at undersøge nye markeder. Herudover må det anføres at et stort branchekendskab og kompetente ledere ikke vil være nok. Det er også nødvendigt at have information om det pågældende target-selskab inden det købes op. Kapitalfonden benytter sig af forskellige former for due diligence-undersøgelser for at undersøge virksomheden nærmere. Det er vigtigt at have et godt informationsgrundlag før opkøb af porteføljeselskaber både for den pågældende kapitalfond og for managementselskabet bag denne. For managementselskabet kan fejlslagne investeringer betyde, at det ikke vil være muligt at indsamle investeringstilsagn til oprettelsen af den næste fond. Derfor bruger kapitalfondene mange ressourcer (omkostninger) på at undersøge mulige targetvirksomheder. Det er derfor i afhandlingen blevet undersøgt i hvilket omfang, det er muligt at opnå skattemæssigt fradrag for udgifterne til opkøb og finansiering heraf.



I denne forbindelse undersøges bl.a. SL § 6 og LL § 8 J. Statsskattelovens regler om fradrag giver alene fradrag for udgifter, der er afholdt i forbindelse med erhvervelse, sikring og vedligeholdelse af indkomsten. Normalt vil opkøb af selskaber falde udenfor denne fradragsmulighed, da det anses for en udvidelse af indkomstgrundlaget. Der findes derfor i LL § 8 J mulighed for fradrag for udgifter til revisor og advokat. Højesteret har i to domme fra 2007 taget stilling til hvilke omkostninger, der er fradrag for efter LL § 8 J, stk. 1. Blandt disse omkostninger der blev godkendt som fradragsberettigede var bl.a. omkostninger til due diligence udført af advokater og revisorer.

De omkostninger der ikke kan relateres til revisorer og advokater vil der således som udgangspunkt ikke være fradrag for, medmindre det er muligt at opnå fradrag efter SL § 6, stk.1, litra a, men dette vil kræve at udgifterne kan relateres til f.eks. en erhvervelse af indkomst. I nogle nye administrative afgørelser har Skatteministeriet forudsat at venture fonde i en vis udstrækning vil kunne få fradrag for udgifter til opkøb af virksomheder udover hvad LL § 8 J giver ret til. Begrundelsen er at disse fonde erhverver deres indtægt på denne måde. Ministeriet har dog sat som krav, at der skal være tale om en skattepligtig indtægt. Den ene af afgørelserne er således indbragt for domstolene, da den pågældende fond ifølge Skatteministeriet ikke har haft tilstrækkelige skattepligtige indtægter fra salget af aktier/selskaber. Det er herefter domstolene, der skal tage stilling til om det er en forudsætning for fradrag efter SL § 6, stk.1, litra a, at der er skattepligtige indtægter, der modsvarer de udgifter man ønsker fradrag for. Da kapitalfonde i nogenlunde samme omfang som venture fonde må antages at erhverve deres indtægter fra køb og salg af selskaber, må ovenstående ræsonnement kunne overføres til kapitalfonde og der gælder derfor tilsvarende usikkerhed vedr. spørgsmålet om, hvorvidt de har fradrag for udgifter til køb af selskaber efter SL § 6, stk.1, litra a.

Kapitalfonde er herudover kendt for at tildele store bonus til ledelsen mv. i de selskaber de opkøber. Der skal i denne forbindelse sondres mellem om omkostningerne til disse bonusser, er afholdt i aktionærernes eller i virksomhedens interesse. Det bør i denne sammenhæng bemærkes at en bonus, der udløses i forbindelse med salg af selskabet, af skattemyndighederne formodes at være afholdt i aktionærernes interesse.

## 6. Perspektivering

Kapitalfondene er i overvejende grad blevet betegnet som noget negativt i offentligheden og det anføres endog i Skatteministeriets bemærkninger til kapitalfondsindgrebet, at hovedårsagen bag indgrebet var kapitalfondenes skattespekulation.

Det er korrekt at kapitalfondene i stort omfang forsøger at begrænse skattebetalingen, da skat må betragtes som en omkostning, der kan og bør minimeres som så mange andre omkostninger.

Denne afhandling har analyseret fænomenet kapitalfonde ud fra en virksomhedssynsvinkel. Det samfundsmæssige aspekt ved skatter og den samfundsmæssige kritik af kapitalfondene åbner derimod op for en mere samfundsmæssig synsvinkel.

Der er ikke tvivl om at en del af de selskaber, der er blevet opkøbt af kapitalfonde, har nydt godt af deres ledelse og nogle af disse selskaber ville formentlig ikke have overlevet på sigt, hvis ikke der var sket et opkøb. Løgstør Rør er et godt eksempel på en virksomhed, der blev opkøbt af kapitalfonde og som formentligt ville være gået konkurs, hvis ikke de var blevet opkøbt.

Nogle selskaber har derimod efter et opkøb oplevet en økonomisk krise, der har tvunget kapitalfonden bag til at give op. Et eksempel på dette er ILVA, der blev opkøbt af den britiske kapitalfond Advent. Efter 3 års ejerskab måtte kapitalfonden overlade ILVA til sin primære bankforbindelse, der herefter måtte arbejde på at vende udviklingen.

Herudover har kapitalfondenes ledelses/ejerstil været med til at ændre måden hvorpå selskaber ledes.

Optimering af selskaber, således at de gøres mere effektive og mere levedygtige, vil medvirke til at øge værdien i samfundet. Meget tyder på at kapitalfondenes brug af aktivt ejerskab, har medvirket til at skabe mere fokus omkring den værdiskabelse, der opstår via en mere aktivt deltagende bestyrelse og dennes generelle forhold til selskabets direktion.

Der er næppe tvivl om, at kapitalfondene i deres virke, har været med til sætte dagsordenen for hvordan virksomheder skal ledes og struktureres. Der er således ikke plads hos fondene til at gå på kompromis med hensyn til hvor stor en del af medarbejderstaben, der skal rammes af nedskæringer<sup>221</sup> eller hvor hårdt selskabet skal geares. Der er således heller ikke plads til andre hensyn end hensynet til aktionærene og værdiskabelsen for dem. Derfor er det ofte set, at virksomheder, der har stået foran en stor omstrukturering eller nedskæring af medarbejderstaben, har overladt ”arbejdet” til en kapitalfond, der ikke har haft problemer med at optimere selskabet, også på medarbejderområdet. Bliver selskabet ikke tilpasset de nye samfundsstrukturer, vil selskabet i sidste ende gå konkurs. En omstrukturering vil derfor være i samfundets interesse, hvis det efterlader en mere levedygtig organisation.

Ovenstående skal dog også ses i relation til de skattemæssige aspekter. Skatteministeren anførte at udgangspunktet efter vedtagelsen af L 213 – kapitalfondsindgrebet var, at der ikke gives fradrag for renter på lån til finansiering af en indtægts erhvervelse, der ikke er skattepligtig i Danmark.

Man ønskede ikke fra ministeriets side at statskassen fortsat skulle finansiere kapitalfondenes (og andre store virksomheders) gældsfinansiering af opkøb, hvor indtægterne viser sig ikke at være skattepligtige i Danmark. Med kapitalfondsindgrebet er denne mulighed blevet væsentligt begrænset og det kan således anføres at vedtagelsen af lov nr. 540 af 6. juni 2007 (kapitalfondsindgrebet) har været med til at sikre, at kapitalfondene i højere grad end tidligere bidrager positivt til samfundsøkonomien, da der ikke længere er samme tilskyndelse for fondene til at finansiere sig med store mængder af fremmedkapital. Den skattemæssige del af tilskyndelsen er i hvert fald i Danmark blevet stærkt begrænset. En retspolitisk gennemgang af lovindgrebet og evt. ændringer og justering af lovindgrebet og retstilstand herved, bør indeholde en vurdering af hvilke samfundsmæssige fordele og ulemper kapitalfondene har, hvorefter der bør være en tilpasning af retstilstanden efter hvad der er samfundsøkonomisk mest hensigtsmæssigt.

---

<sup>221</sup> Spliid (2007) s. 16

Herudover kan det også anføres, at en højere gearing af selskabet vil gøre det sværere for selskabet at klare sig igennem en evt. økonomisk krise<sup>222</sup>. Problemstillingen bliver forstærket, hvis der i finansieringen ikke er taget højde for samfundets svingende konjunkturer. En finansieringsstruktur der er udarbejdet i et økonomisk opsving, kan være katastrofal for selskabet, hvis det pludselig bliver sværere at refinansiere gælden og der ikke er taget hensyn til dette ved den oprindelige finansiering. At et enkelt selskab bliver hårdt ramt af en økonomisk nedtur på grund af selskabets finansieringsstruktur, vil ikke være et samfundsmæssigt problem, men må alene antages at være et problem for kapitalfonden bag selskabet, samt de interessenter, herunder medarbejdere mv. der bliver ramt af en evt. konkurs eller nedskæringer. Er det derimod en generel tendens i samfundet, der kan få betydning for andre dele af samfundsøkonomien eller på et større antal virksomheder, kan det være nødvendigt for myndighederne at gribe ind. Dette gælder specielt, hvis der er tale om virksomheder af offentlig interesse, såsom banker og infrastrukturelle virksomheder.

Det kan anføres, at myndighederne i 2007, hvor kapitalfondsindgrebet blev vedtaget, muligvis anså det for problematisk, at nogle for samfundet vigtige virksomheder optog gæld i et hidtil uset omfang og at det var derfor lovindgrebet blev gennemført. Der er der dog ikke noget konkret der kan understøtte dette. Det er således alene anført i forarbejderne til lovforslaget at baggrunden for lovindgrebet, var den generelle tendens til at have en stor gearing.

Ses der overordnet på kapitalfondenes samfundsmæssige betydning, må det umiddelbart anføres at samfundet har nydt godt af kapitalfondenes anderledes tilgang til styring af virksomheder, heriblandt den øgede gældsfinansiering, der har været med til at optimere selskaberne og få selskaberne, deres ledelse og medarbejderne til at yde deres bedste. Om kapitalfondsindgrebet har haft en begrænsende effekt på kapitalfondenes gældsfinansiering af selskaberne og dermed evt. en negativ effekt på kapitalfondenes ønske om at omstrukturere og optimere netop danske selskaber vides endnu ikke.

---

<sup>222</sup> <http://borsen.dk/nyhed/98541/>

Danske selskaber må, indtil indgrebet blev vedtaget, i et vist omfang siges at have draget nytte af kapitalfondenes opkøb gennem en styrkelse af selskabernes konkurrence- og indtjeningsevne overfor andre (udenlandske) virksomheder.

Kapitalfondenes lettere adgang til at skaffe billig kapital, kan i sidste ende være problematisk for dem. Prisen for virksomheder der er potentielle opkøbssemner eller som er opkøbt af kapitalfonde vil stige som følge af fondenes hidtidige adgang til billig kapital. Andre aktører på markedet vil ikke i samme omfang have denne adgang og vil derfor ikke i samme omfang som fondene have mulighed for at finansiere et opkøb. Dermed vil fondene i sidste ende alene kunne sælge til en anden kapitalfond, da prisen vil være for høj for andre aktører, herunder salg via en evt. børsnotering. Dette kan forekomme problematisk.

Foreløbigt tyder det dog på, at kapitalfondene, både nationalt og internationalt, har fået meget begrænsede muligheder for at opnå finansiering, som følge af kreditkrisen, der har fået finansieringsinstitutionerne til at begrænse udlånene.

## 7. Litteraturliste

### Bøger

Banner-Voigt, Erik & Rasmussen, Søren. 2005, Aktieløn. Forlaget Thomson. 3. udgave. 2. oplag.

Ferniss, Jane. 2006. Det skatteretlige driftsomkostningsbegreb. Forlaget Thomson. 1. udgave.

Gam, Henrik, Hansen, Jens Holger Helbo, Kriegbaum & Knud Erik. 2007. International beskatning. Forlaget Thomson. 2. udgave.

Hendrikse, George. 2003. Economics and Management of Organizations – Co-ordination, Motivation and Strategy. McGraw-Hill Companies.

Knudsen, Christian. 1997. Økonomisk metodologi – Virksomhedsteori og industriøkonomi. Jurist – og Økonomforbundets Forlag. 2. udgave.

Madsen, Liselotte Hedetoft. 2003. Beskatning ved deltagelse i personselskaber. Jurist- og Økonomforbundets Forlag. 1. udgave.

Michelsen, Aage, Askholt, Steen, Bolander, Jane & Engsig John. 2007. Lærebog om indkomstskat. Jurist – og Økonomforbundets Forlag. 12. udgave.

Mikkelsen, Jytte Heje, Eklund, Søren Olrik, Fenger, Anette Dybdal og Hammer-Jespersen, Lars. 2007. Erhvervsdrivende virksomheder (LEV) – en lovkommentar. Forlaget Thomson. 2. udgave.

Møller, Michael & Nielsen, Niels Christian. 2004. Den kapitalmarkedsstyrede virksomhed. Handelshøjskolens Forlag. 1. udgave.

Nielsen, Klaus. 2005. Institutionel teori: en tværfaglig introduktion. Forlaget Samfundslitteratur. 2. udgave.

Nielsen, Ruth & Tvarnø, Christina D. 2005. Retskilder & Retsteorier. Jurist- og Økonomforbundets Forlag. 1. udgave. 1. oplag.

Pedersen, Jan, Siggard, Kurt, Winther-Sørensen, Niels & Bundgaard, Jakob. 2004. Skatteretten 1. Forlaget Thomson. 4. udgave.

Pedersen, Jan, Siggard, Kurt, Winther-Sørensen, Niels & Bundgaard, Jakob. 2005. Skatteretten 2. Forlaget Thomson. 4. udgave.

Pedersen, Jan, Siggard, Kurt, Winther-Sørensen, Niels & Bundgaard, Jakob. 2006. Skatteretten 3. Forlaget Thomson. 4. udgave.

Rasmussen, Poul Nyrup. 2007. I Grådighedens tid – kapitalfonde og kasinoøkonomi. Informations Forlag. 1. udgave.

Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W. & Jordan, Bradford D. 2003. Fundamentals of Corporate Finance. McGraw-Hill Companies. 6. udgave.

Spliid, Robert. 2007. Kapitalfonde – Rå pengemagt eller aktivt ejerskab. Børsens Forlag. 1. udgave

Werlauff, Erik. 2006. Selskabsret. Forlaget Thomson. 6. udgave.

Winther-Sørensen, Niels. 2006. OECD's Modeloverenskomst 2005 – med kommentarer. Magnus Informatik. 2. udgave.

### **Artikler/rapporter**

Amby, Christen. 1998. Skattemæssig behandling af gæld hos selskaber. SR-Skat. SR.1998.0164

Askholt, Steen. 1998. Driftsomkostninger. SkatteOrientering. E. 10

Askholt, Steen. 2003. Driftsomkostningsfradrag. Statsskattelovens 100 års Jubilæum. SR.2003.125

ATP. 2006. Kapitalfonde – myter og realiteter.

[http://www.atp.dk/X5/wps/wcm/jsp/atp/pdf/alpha04\\_dansk.pdf](http://www.atp.dk/X5/wps/wcm/jsp/atp/pdf/alpha04_dansk.pdf)

Barney, Jay B. 1986. Strategic Factor Markets: Expectations, Luck, and Business Strategy. Management Science, Vol. 32, No. 10

Barney, Jay B. 1988. Returns to Bidding Firms in Mergers and Acquisitions: Reconsidering the Relatedness Hypothesis. Strategic Management Journal, Vol. 9

Berle, Adolph A. & Means, Gardiner Coit. 1932. The Modern Corporation and Private Property. Commerce Clearing House.

Beskæftigelsesministeriet. 2003. Betænkning fra Udvalget om aktieoptioner.

<http://www.bm.dk/sw6697.asp>

Bjare, Peter Rose. 2007. Fradrag for rådgiveromkostninger – Det længe ventede resultat. SR-Skat. SR.2007.0439

Bjørn, Ole. 2002. Fradrag for låneomkostninger i relation til Kursgevinstloven – paripari-lån. SR-Skat. SR.2002.0091

Bjørn, Ole. 2007. Udvalgte domme og afgørelser – Driftsomkostninger – bonus i forbindelse med salg af selskab – direktøraflønning. SR-Skat. SR.2007.0344.

Bjørn, Ole. 2007. Udvalgte domme, kendelser og afgørelser – Udgifter til formueforvaltning – driftsomkostning – ligningslovens § 17 C. SR-Skat. SR.2007.0419



Bostrup, Poul. 2007. Højesteretsdomme af 24. oktober 2007 om fradrag for advokat- og revisorudgifter. Ugeskrift for Skat. Ufs.2007.377

Bundgaard, Jakob. 2007. Skattearbitrage & korrespondensprincip – omkvalificering af gæld til egenkapital ved udenlandsk skattefrihed af afkast fra hybride finansielle instrumenter. Skat Udland. SU.2007.237

Bundgaard, Jakob & Ottosen, Arne Møllin. 2007. Elevatormodellen. Revision og Regnskabsvæsen. RR.2007.04.0032

Bundgaard, Jakob & Winther-Sørensen, Niels. 2007. Retmæssig ejer ved international koncernfinansiering – 1.del. SR-Skat. SR.2007.0395

Bundgaard, Jakob & Winther-Sørensen, Niels. 2007. Retmæssig ejer ved international koncernfinansiering – 2.del. SR-Skat. SR.2007.0508

Bygholm, John. 2007. Indgreb mod store renteudgifter, kapitalfonde, CFC-beskatning mv. SR-Skat. SR.2007.0203.

(CEBR) Bennedsen, Morten, Thomsen, Steen, Nielsen, Søren Bo, Bundgaard, Jakob, Nielsen, Kasper M. & Poulsen, Thomas. 2008. Private Equity i Danmark. Centre for Economic and Business Research. <http://ilex.cbs.dk/diverse/PE.pdf>

Chandler, Alfred. 1990. Scale and Scope. The Dynamics of Industrial Capitalism. Cambridge Mass.

Davidsen, Christina Maria. 2008. Introduktion til Due diligence. INSPI nr. 4/2008.

DVCA - Danish Venture Capital and Private Equity Association. 2008. Aktivt ejerskab og åbenhed i kapitalfonde

Ellegaard, Charlotte. 2008. Skattemæssig selskabskvalifikation, konvertible obligationer samt koncerndefinitionen for ”dobbelt dip”. Skat Udland. SU.2008.239

Frigast, Christian. 2008. 10 værktøjer til aktivt ejerskab. Politiken. 27. juni 2008.

Gomard, Bernhard. 2002. Kommanditaktieselskaber eller partnerselskaber. Revision og Regnskabsvæsen. RR.2002.09.0022.

Hansen, Jan Steen. 2008. Driftsomkostningsbegrebet i statsskatteloves § 6, stk.1, litra a – en kommentar til landsskatteretskendelsen Tfs.2008.503. Tidsskrift for Skatter og Afgifter. Tfs.2008.525

Holm, Svend Erik, Bjare, Peter Rose & Agger-Nielsen, Per. 2008. Udgifter til formueforvaltning er en driftsomkostning. Tidsskrift for Skatter og Afgifter. Tfs.2008.379.

Holmström, Bengt. 1979. Moral hazard and observability. Bell Journal of Economics. Vol. 10. No.1 s. 74-91

Jeppesen, Inge Langhave. 2007. Renter, låneomkostninger mv. – fradrag eller? Skattepolitisk Oversigt. Skattepolitisk Oversigt. SPO.2007.331

Jensen, Michael. 1989. Eclipse of the Public Corporation. Harvard Business Review.

Jensen, Michael & Meckling, William. 1976. Theory of the Firm: Managerial behavior, Agency Costs and Ownership Structure. A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims and Organizational forms. Harvard University Press.

Korsgaard, Carina Marie. 2007. Nye rentefradragsregler for selskaber – renteloft og EBIT. Revision og Regnskabsvæsen. RR.2007.08.0042.

Lysdahl, Lars & Sønderholm, Søren. 2007. Beskæring af rentefradragsretten. SR-Skat. SR.2007.0296

Michelsen, Aage. 2004. Kommentarer til udvalgte afgørelser (Lovlig udnyttelse af undtagelsesbestemmelser i skatteretlige værneregler). Revision og Regnskabsvæsen. RR.SM.2004.2.

Modigliani, Franco & Miller, Merton H. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. American Economic Review. Vol. 48. pag. 261-297.

Modigliani, Franco & Miller, Merton H. 1963. Corporate Income Tax and the Cost of Capital: A Correction. American Economic Review. Vol. 55. pag. 433-443

Nielsen, Morten Reinholdt. 2008. Gennemgang af de sidste års ændringer i udbyttebeskatningsreglerne. Tidsskrift for Skatter og Afgifter. Tfs.2008.334

Nielsen, Søren Lehmann. 2008. Fradrag for rådgiveromkostninger ved aktiekøb. Tidsskrift for Skatter og Afgifter. Tfs.2008.1270

Pedersen, Jan. 2000. Skattetænkning, skatteunddragelse og skattesvig – Retsmisbrug i skatteretten. SkatteOrientering Ø.5.

Penrose, Edith. 1955. Limits to the Growth and Size of the Firms. American Economic Review. Papers and Proceedings Vol 45: 531-43

Penrose, Edith. 1959. The Theory of the Growth of the Firm. Oxford: Oxford University Press.

Rasmussen, Søren. 1998. Armslængde og tynd kapitalisering. SR-Skat. SR.1998.0252

Rasmussen, Søren & Olsen, Claus Kirkeby. 2002. Er ventureselskaber næringsskattepligtige af aktier? SR-Skat. SR.2002.0208

Rasmussen, Søren & Olsen, Claus Kirkeby. 2003. Indtægter og udgifter i venture- og private equity-selskaber. SR-Skat. SR.2003.0148.

Ross, Stephen A. 1973. The economic theory of agency: the principals problem

Rønfeldt, Thomas. 2008. Indgreb mod kapitalfonde – regler mod CFC og tynd kapitalisering er ikke tilstrækkelig. Skattepolitisk Oversigt. Spo.2008.65

Rønfeldt, Thomas & Werlauff, Erik. 2008. Konvertible obligationer – en ny dansk værnsløvgivning, der skyder langt over målet. Tidsskrift for Skatter og Afgifter. Tfs.2008.1043

Grossman, Sanford J. & Hart, Oliver D. 1980. Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. The Bell Journal of Economics. Vol.11, No. 1. s. 42-64.

SKAT. 2007. Status på SKATs kontrolindsats vedrørende kapitalfonde overtagelse af 7 danske koncerner. <http://www.skm.dk/publikationer/notater/5534.html>

Smith, Adam. 1776. An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. Clarendon Press.

Sørensen, Michael. 2003. Om forretning af koncerninterne mellemværender. SR-Skat. SR.2003.0276

Vinten, Frederik & Thomsen, Steen. 2008. A Review of Private Equity. Danish Corporate Governance in Practice no. 1.

Wiberg, Benedicte & Kierans, Jon. 2008. Spurveskydning med kanoner. Skat Udland. SU.2008.344

Wind Andersen, Kim & Reinhold Andersen, Søren. 2001. Låneomkostninger – kursgevinstloven. Skattepolitisk Oversigt. Spo.2001.369.

Wind Andersen, Kim. 2007. Renteindgrebet. Skattepolitisk Oversigt. Spo.2007.247.

Wind Andersen, Kim. 2008. Skærpet beskatning af konvertible obligationer. Ugeskrift for skat. UFS2008.3285-3290.

## 8. Doms- og afgørelsesliste

TFS1998.199 H – s. 63

TFS1998.234 H – s. 63

TFS 1998.581.SKAT – s. 69

TFS.2001.793.SKAT – s. 70

SKM.2003.205.VLR – s. 70

SKM2003.482.HR – s. 67

SKM.2004.297.HR – s. 76

SKM2006.409.LSR – s. 78

SKM.2007.534.VLR – s. 81

SKM2007.587.LSR – s. 78

SKM.2007.775.HR – s. 77

SKM.2008.102.SKAT – s. 77

SKM2008.484.LSR – s. 68, 78

SKM.2008.485.LSR – s. 79

SKM2008.486.DEP – s. 68, 79, 80

SKM.2008.709.SR – s. 82