

FAST DRIFTSSTED FOR INVESTORER I KAPITALFONDE OG EFFEKTEN PÅ DEN ØKONOMISKE VÆKST

Permanent establishment for investors in private equity funds
and the effect on the economic growth

COPENHAGEN BUSINESS SCHOOL

Kandidatafhandling

Cand.merc.jur.

Forfattere og studienumre:

Sine Brandt (81509) og Malene Frederiksen (55929)

Vejledere:

Erik Banner-Voigt

Erik Gaden

Indholdsfortegnelse

INDHOLDSFORTEGNELSE	1
FIGUROVERSIGT	4
ABSTRACT.....	5
KAPITEL 1: PRÆSENTATION AF PROBLEMSTILLING	6
1.1. INDLEDNING.....	6
1.2. PROBLEMFORMULERING.....	7
1.3. SYNSVINKEL	8
1.4. AFGRÆNSNING	8
1.5. METODE	8
1.5.1. <i>Juridisk metode</i>	8
1.5.2. <i>Økonomisk metode</i>	11
1.5.3. <i>Integreret metode</i>	14
1.6. STRUKTUR	15
KAPITEL 2: INTRODUKTION TIL KAPITALFONDE.....	16
2.1. INDLEDNING.....	16
2.2. HVAD ER EN KAPITALFOND?	16
2.3. STRUKTURERING AF EN DANSK KAPITALFOND	17
2.3.1. <i>Eksempel på struktur af kapitalfond</i>	17
2.3.2. <i>Kommanditselskabet</i>	18
2.3.3. <i>Komplementaren</i>	19
2.3.4. <i>Investorerne</i>	20
2.3.5. <i>Managementselskabet</i>	20
2.3.6. <i>Investor Advisory Board</i>	21
2.3.7. <i>Investment Committee</i>	21
2.4. DEN SKATTERETLIGE BEHANDLING AF UDENLANDSKE INVESTORER I EN KAPITALFOND.....	22
2.5. MULIGHEDER FOR AT REJSE KAPITAL.....	22
2.6. RISIKOVILLIG KAPITAL	23
2.7. MARKEDET FOR RISIKOVILLIG KAPITAL I DANMARK	24
2.8. HVORFOR INVESTERE VIA EN KAPITALFOND?	26
2.9. SAMMENFATNING	27
KAPITEL 3: JURIDISK ANALYSE.....	28
3.1. INDLEDNING	28

3.2. INTERNATIONAL SKATTERET	28
3.2.1. <i>Indledende om international skatteret</i>	28
3.2.2. <i>Dobbeltbeskatningsoverenskomster</i>	29
3.2.3. <i>Den gyldne regel</i>	29
3.2.4. <i>Fortolkning af dobbeltbeskatningsoverenskomster</i>	29
3.3. FAST DRIFTSSTED	30
3.3.1. <i>Generelt om fast driftssted</i>	30
3.3.2. <i>Det primære kriterium i art. 5, stk. 1 og 2</i>	32
3.3.3. <i>Agentreglen i art. 5, stk. 5 og 6</i>	37
3.4. LOVFORSLAG L237	40
3.4.1. <i>Fritagelse efter SEL § 2, stk. 7, 1. pkt.</i>	41
3.4.2. <i>Første værnsregel, jf. SEL § 2, stk. 7, 1. pkt.</i>	41
3.4.3. <i>Anden værnsregel, jf. SEL § 7, stk. 2, 2. pkt.</i>	44
3.4.4. <i>Sammenfatning</i>	49
3.5. FAST DRIFTSSTED EFTER GÆLDENDE RET	49
3.5.1. <i>Prøvelse på investor- eller K/S-niveau</i>	50
3.5.2. <i>Fast driftssted efter det primære kriterium, jf. art. 5, stk. 1 og 2</i>	51
3.5.3. <i>Fast driftssted efter agentreglen, jf. art. 5, stk. 5 og 6</i>	60
3.5.4. <i>Sammenfatning</i>	66
3.6. FAST DRIFTSSTED EFTER OECD'S MODELOVERENSKOMST 2017	67
3.6.1. <i>Implementering af art. 5 i OECD's modeloverenskomst 2017</i>	68
3.6.2. <i>Agentreglen i art. 5 i OECD's modeloverenskomst 2017</i>	69
3.6.3. <i>Sammenfatning</i>	72
3.7. DELKONKLUSION	73
KAPITEL 4: ØKONOMISK ANALYSE	75
4.1. INTRODUKTION TIL MAKROØKONOMI	75
4.1.1. <i>Indledning</i>	75
4.1.2. <i>Makroøkonomisk teori og historie</i>	75
4.2. INVESTERINGER OG ØKONOMISK VÆKST	77
4.2.1. <i>Den samlede efterspørgsel</i>	77
4.2.2. <i>Forbrug (C)</i>	79
4.2.3. <i>Investeringer (I)</i>	80
4.2.4. <i>Statens forbrug og investeringer (G)</i>	82
4.2.5. <i>Eksport (X) og import (IM)</i>	82
4.2.6. <i>Ligevægten</i>	83
4.2.7. <i>Multiplikatoreffekten</i>	85

4.3.	PRODUKTION OG ØKONOMISK VÆKST.....	90
4.4.	UDENLANDSKE DIREKTE INVESTERINGER.....	93
4.4.1.	<i>Indledning.....</i>	93
4.4.2.	<i>Definition af udenlandske direkte investeringer.....</i>	93
4.4.3.	<i>Den globale udvikling af udenlandske direkte investeringer.....</i>	94
4.4.4.	<i>Udviklingen af direkte investeringer i Danmark.....</i>	101
4.4.5.	<i>OLI modellen.....</i>	103
4.4.6.	<i>Afledte effekter af udenlandske direkte investeringer</i>	107
4.5.	DELKONKLUSION.....	108
KAPITEL 5: INTEGRERET ANALYSE.....		109
5.1.	INDLEDNING.....	109
5.2.	SELVANGIVELSESPLIGTENS BETYDNING FOR INVESTORERNE	109
5.3.	RETSPOLITISK ANALYSE	111
5.3.1.	<i>Tilpasning af den foreslåede bestemmelse i SEL § 2, stk. 7.....</i>	112
KAPITEL 6: KONKLUSION.....		114
LITTERATURLISTE.....		117
BILAG I: OECD'S MODELOVERENSKOMST 2014		124
BILAG II: OECD'S MODELOVERENSKOMST 2017		125
BILAG III: ABBREVIATIONER		126
BILAG IV: DEFINITIONER OG BEGREBER		127

Figuroversigt

Figur 1: Struktur af kapitalfond.....	18
Figur 2: Muligheder for at rejse kapital	23
Figur 3: Oversigt over kapitalfonde	25
Figur 4: Infrastrukturfond	48
Figur 5: Sammenhæng mellem Y og AD	78
Figur 6: Udvidet sammenhæng mellem Y og AD.....	83
Figur 7: Den samfundsøkonomiske ligevægt	84
Figur 8: Den samfundsøkonomiske ligevægt 2.....	85
Figur 9: Multiplikatoreffekten - graf.....	88
Figur 10: Produktion og kapital per arbejder	92
Figur 11: Globale direkte investeringer.....	97
Figur 12: Globale direkte investeringer fordelt på kategorier.....	100
Figur 13: Direkte investeringer i Danmark.....	102

Abstract

The purpose of the thesis is to understand how foreign passive investors, who invest through a Danish private equity fund, avoid having a permanent establishment in Denmark and what impact it will have on the foreign direct investments and the economic growth in Denmark.

The thesis will initially describe how a Danish private equity fund is structured and how the market for supply of capital is in Denmark. This is followed by a detailed analysis of the concept of a permanent establishment in Denmark, which is based on the definition of article 5 in OECD Model Tax Convention on Income and on Capital.

On May 2nd 2018 a bill (L237) was proposed. If the bill is passed and becomes an act of legislature, the investors will only be exempted from having a permanent establishment if they; 1) are not considered trading, and 2) do not have an affiliated performing economic activity in Denmark comprised as an investment activity. If the investors fall under one of these two anti-avoidance rules, they will only avoid having a permanent establishment in Denmark if the fund is structured in a certain complex way according to the administrative practice. Further, the administrative practice on this matter is somewhat vague, why it is always advisable to ask for an advance tax ruling, which is an administrative hassle and a waste of resources. Subsequently, the advised structure of the fund risk giving the investors a permanent establishment under the new article 5 in OECD Model Tax Convention from 2017. It will, however, not be applicable on the current double taxation agreements.

It is taking as a starting point in the analysis that the investors will not invest if they get a permanent establishment. In the short term it is concluded that the real investments have a positive effect on the economic growth in Denmark due to the multiplier. In the long term it is concluded that the real capital also has a positive effect on the economic growth in Denmark due to the production function.

To be able to make real investments it is important to raise financial capital, which inter alia comes from foreign direct investments. However, the foreign direct investments in Denmark have been decreasing, even though it is our assessment that there is a good climate for investments. Nevertheless, it is also our assessment that the duty to file tax returns will prevent some investors from investing in Denmark, which only stresses the importance of exempting the foreign passive investors from having a permanent establishment in Denmark when they invest through a Danish private equity fund. It is therefore our recommendation to remove the two anti-avoidance rules from the bill, to make sure Denmark will be an attractive land to invest in for the foreign passive investors.

Kapitel 1: Præsentation af problemstilling

1.1. Indledning

Kapitalfondes virke i Danmark har været særdeles omdiskuteret. Dette er særligt i forhold til om de bidrager positivt til den økonomiske vækst i Danmark, og om de generelt bidrager positivt til det danske samfund og de danske virksomheder. I forlængelse deraf kommer diskussionen af, hvordan de udenlandske passive investorer i en dansk kapitalfond skatteretligt skal behandles.

En lang række administrative afgørelser har stadfæstet, at udenlandske passive investorer¹ ikke vil få et fast driftssted² ved investering via en dansk kapitalfond, og dermed ikke blive begrænset skattepligtige, jf. selskabsskatteloven (SEL) § 2, stk. 1, litra a.³ Imidlertid har skatterådets bindende svar i SKM2013.899.SR, SKM2015.56.SR og SKM2016.448.SR været medvirkende til at gøre området uklart og har affødt en del debat.⁴ Det rejser en række spørgsmål om, hvad kapitalfonde og især deres udenlandske passive investorer kan forvente i henhold til den skatteretlige behandling. Eksisterer der retsusikkerhed på dette punkt, medvirkende til at gøre det sværere for kapitalfonde at markedsføre sig over for udenlandske passive investorer? I så fald, hvilken betydning vil det få for de udenlandske direkte investeringer⁵ og den økonomiske vækst i Danmark? Desuden har det givet anledning til en diskussion af, hvorvidt det er nødvendigt med lovgivning på området.⁶

I oktober 2017 blev lovprogrammet for folketingsåret 2018 præsenteret. Den 23. februar 2018 kom udkast til lovforslag om ændring af bl.a. SEL med J. nr. 2017 – 1675. Af udkastet til lovforslaget fremgik det bl.a., at man planlagde at foretage en *“(...) justering af reglerne om fast driftssted ved investering via transparente enheder”*, samt at lovforslaget har *“(...) til formål at sikre, at udenlandske investorer ikke bliver skattepligtige til Danmark som følge af reglerne om fast driftssted”*. Den 2. maj 2018 blev

¹ Passive investorer investerer alene deres penge i eksempelvis en kapitalfond, til hvem de outsourcer at sammensætte porteføljen, hvorved de således ikke bruger omkostninger og ressourcer på at undersøge markedet eller forsøge at fremme investeringen

² Et fast driftssted defineres som et fast forretningssted, gennem hvilket et foretagendes virksomhed helt eller delvist udøves. Selskaber, foreninger, mv., der har hjemsted i udlandet, men som har et fast driftssted i Danmark, vil blive begrænset skattepligtige til Danmark, jf. selskabsskattelovens § 2, stk. 1, litra a, som fortolkes i overensstemmelse med OECD's modeloverenskomst art. 5. Se nærmere om fast driftssted i afsnit 3.3.

³ Jf. eksempelvis SKM2010.257.SR, SKM2010.318.SR, SKM2012.190.SR, SKM2012.425.SR, SKM2012.676, SR.SKM2012.715.SR, SKM2015.95.SR

⁴ Afgørelserne har bl.a. været kommenteret af Inge Heinrichsen i SR.2016.0054, af Jens Wittendorff i SR-Skat 2014 nr. 2 og af Michael Nørremark, m.fl. i SU 2014-75.

⁵ Udenlandske direkte investeringer er investeringer, foretaget af investorer i ét land, der har til formål at etablere en længerevarende investering i en virksomhed, der er beliggende i et andet land.

⁶ Jf. eksempelvis af Inge Heinrichsen i SR.2016.0054

lovforslaget endeligt fremsat i L237, hvor det i § 1, nr. 3 foreslås at indsætte et nyt stykke efter stk. 6, således at det nuværende stk. 7 bliver stk. 8. Lovforslaget forventes at træde i kraft den 1. juli 2018. Det gør derfor emnet særligt aktuelt at behandle.

Det har givet anledning til, at vi finder det særdeles relevant at behandle den skatteretlige retstilstand for udenlandske passive investorer, der investerer via en dansk kapitalfond, samt hvilken betydning det har for de udenlandske direkte investeringer og den økonomiske vækst i Danmark.

1.2. Problemformulering

Det fremgår af bemærkningerne til § 1, nr. 3, i L237, at formålet med lovforslaget er at justere retstilstanden for, hvornår der udøves erhvervsmæssig virksomhed med fast driftssted i Danmark. Justeringen er indsat for at sikre, at Danmark er et attraktivt land at investere i for udenlandske passive investorer, og dermed kan sikre den nødvendige kapital fra udlandet. Problemformuleringen tager sit afsæt i, at de udenlandske passive investorer formentlig ikke vil investere via danske kapitalfonde, hvis de får et fast driftssted i Danmark som følge af deres investering, hvilket er underbygget i en række af de bindende svar på området.⁷ Det medfører, at de bliver begrænset skattepligtige, jf. SEL § 2, stk. 1, litra a, og dermed får selvangivelsespligt. Formålet med afhandlingen er at undersøge, hvordan de udenlandske passive investorer undgår at få et fast driftssted, samt følgevirkningen for de udenlandske direkte investeringer og den økonomiske vækst i Danmark. Desuden søges det besvaret, om der i lovgivningen eksisterer barrierer for de udenlandske direkte investeringer. Det leder os frem til følgende problemformulering:

Hvordan undgår udenlandske passive investorer, der investerer via en dansk kapitalfond, at få et fast driftssted i Danmark, og hvad er følgevirkningerne heraf for de udenlandske direkte investeringer og den økonomiske vækst i Danmark?

⁷ I SKM2012.190.SR: "Forudsætningen for, at udenlandske investorer ønsker at investere i danske selskaber via A er, at de udenlandske investorer ikke bliver skattepligtige og selvangivelsespligtige til Danmark af gevinster fra investeringen."

I SKM2014.632.SR: "En afgørende forudsætning for, at udenlandske investorer ønsker at investere risikovillig kapital i danske og svenske unoterede virksomheder via X er, at de udenlandske investorer ikke som følge heraf bliver underlagt dansk skattepligt og selvangivelsespligt."

I SKM2015.56.SR: "For udenlandske professionelle investorer, der oftest investerer globalt i mange forskellige jurisdiktioner, vil en lokal selvangivelsesforpligtelse og potentiel dobbeltbeskatning være en væsentlig belastning, der sædvanligvis vil være afgørende for, om den pågældende investering foretages, særligt i et lille land som Danmark."

I SKM2016.448.SR: "Fast driftssted vil for udenlandske investorer betyde selvangivelsespligt og en risiko for dobbeltbeskatning hos investor, hvilket vil bryde med international praksis og gøre det vanskeligere for et lille land som Danmark at tiltrække udenlandsk kapital."

Det vil blive undersøgt vha. følgende underspørgsmål:

1. Hvordan er en dansk kapitalfond organiseret?
2. Hvordan er markedet for udbud af kapital i Danmark?
3. Hvordan defineres et fast driftssted i intern dansk ret?
4. Hvordan har udviklingen i udenlandske direkte investeringer været globalt og i Danmark?
5. I hvilket omfang er formålet med den foreslåede SEL § 2, stk. 7, i L237 opfyldt?

1.3. Synsvinkel

Afhandlingen anskues ud fra et samfundsmæssigt perspektiv, da den søger at klarlægge, hvilke samfundsøkonomiske virkninger det har, at udenlandske passive investorer får et fast driftssted i Danmark.

1.4. Afgrænsning

Det antages indledningsvist, at de udenlandske investorer ikke vil være fuldt skattepligtige til Danmark, jf. SEL § 1, stk. 1, samt at de ikke har anden aktivitet i Danmark end deres passive investering via en dansk kapitalfond. Endvidere lægges det til grund, at de udenlandske investorer vil være hjemmehørende i lande, hvormed Danmark har indgået en dobbeltbeskatningsoverenskomst (DBO) med en bestemmelse svarende til art. 5 i modeloverenskomsten.

Den danske skatteret kan opdeles i en subjektiv del, der vedrører hvem der er skattepligtig, samt en objektiv del, der vedrører hvad der er skattepligtigt. Nærværende afhandling berører alene hvorvidt der er et fast driftssted, jf. SEL § 2, stk. 1, litra a, som fortolket i overensstemmelse med art. 5 i OECD's modeloverenskomsten, hvorfor vi således ikke behandler hvordan indkomsten i det faste driftssted skal opgøres, jf. art. 7, stk. 2, i OECD's modeloverenskomst, eller hvorvidt der foreligger begrænset skattepligt af eksempelvis udbytte- og rentebetalinger samt aktieavancer.

1.5. Metode

1.5.1. Juridisk metode

For at belyse den juridiske problemstilling tages udgangspunkt i henholdsvis retskildelæren og den retsdogmatiske fortolkning, den såkaldte juridiske metode. Retkildelæren er læren i normer og omhandler bl.a. retskildernes indhold, prioritering og virkning. Den retsdogmatiske fortolkning anvendes til at fortolke retskilderne, således at gældende ret kan beskrives, men ligeledes for at kunne fortolke den på et generelt og konkret plan. Det betyder derfor, at retskildelæren er en lære i

retskilderne, hvorimod den retsdogmatiske fortolkning er en analyse af retskilderne. Den retsdogmatiske fortolkning gør, at analysen i nærværende afhandling vil tage sit afsæt i de samme retskilder, som en domstol eller enhver anden vil tage udgangspunkt i, såfremt de blev forelagt problemstillingen.⁸ Afhandlingen vil tage sit udgangspunkt i Alf Ross' prognoseteori, hvilket medfører, at retskilderne behandles efter en bestemt rækkefølge, hvor der startes i regulering, så retspraksis, sædvaner og slutteligt forholdets natur. Der eksisterer dog ikke nogen rangorden mellem retskilderne, hvorfor den ene retskilde ikke kan tillægges større værdi end den anden.⁹ Til løsningen af den juridiske problemstilling vil navnlig regulering og retspraksis være af betydning.

Afhandlingens juridiske del indledes med et afsnit, der søger at klarlægge definitionen af fast driftssted-begrebet ved hjælp af de lege lata. Det må anses for værende i overensstemmelse med den juridiske metodes formål, som er at fastslå, hvad gældende ret er ud fra relevante retsregler på området. Denne metode er afhandlingens teoretiske fundament, hvorefter der ved hjælp af en retsdogmatisk analyse vil ske en fortolkning og systematisering af anerkendte retskilder. Der indledes med en fortolkning af definitionen af fast driftssted-begrebet, jf. SEL § 2, stk. 1, litra a. Fortolkningen vil ske i overensstemmelse med OECD's modeloverenskomst. Det er væsentligt at holde for øje, at der findes et utal af definitioner af begrebet fast driftssted, der har rod i den internationale skatteret, som dermed gensidigt kan påvirke hinanden.¹⁰

Til brug for besvarelsen af den juridiske problemstilling, inddrages endvidere et nyt lovforslag (L237), som kom i udkast den 26. februar 2018, og som blev endeligt fremsat den 2. maj 2018. Lovforslaget indfører et nyt stykke til SEL § 2, og indeholder en henvisning til LL § 2. Lovforslaget inddrages, da afhandlingen søger at komme med en anbefaling til, hvordan udenlandske investorer kan undgå at få et fast driftssted i Danmark. Behandlingen af et nyt lovforsalg kan dog give anledning til metodiske udfordringer, da der ikke eksisterer retspraksis på området, som kan anvendes til fortolkning.

1.5.1.1. Retskildeværdien af administrativ praksis

Der foretages en fortolkning af de lege lata ved hjælp af administrativ praksis fra Skatterådet, herunder særligt SKM2013.899.SR, SKM2015.56.SR og SKM2016.488.SR. Den administrative praksis vil kunne anses som retspraksis, men må vurderes at have en lavere retskildeværdi. Det skyldes, at den administrative praksis er udarbejdet ud fra konkrete tilfælde. Administrativ praksis dannes som

⁸ Tvarnø, 2017, s. 29-30

⁹ Tvarnø, 2017, s. 34

¹⁰ Laursen, 2011, s. 24

udgangspunkt ved, at Skatterådet offentliggør deres afgørelser på SKAT's hjemmeside. Som følge af lighedsgrundsætningen, må en virksomhed kunne støtte ret på den administrative praksis, medmindre den direkte er i modstrid med en højere rangerende retskilde, herunder loven. Spørgsmålet bliver herefter, hvor stor retskildeværdi den administrative praksis kan tillægges, hvortil dommes præjudikatværdi kan inddrages som hjælp til fortolkningen. En doms præjudikatværdi afhænger bl.a. af, hvor konkret den er begrundet, hvilket betyder at des mere generel den er beskrevet og begrundet, des større præjudikatværdi vil den have.¹¹ Administrative afgørelser vil være afgjort ud fra konkrete omstændigheder, hvortil svarene derfor også vil henvende sig til de konkrete parter. Retikildeværdien må vurderes at blive større i takt med, at der afsiges samme type afgørelse med samme faktum. Lige så vel som en højesteretsdom har større præjudikatværdi end en byretsdom, gælder det at afgørelser, der er afsagt af de særlige klagenævn, herunder Landsskatteretten, vil have større præjudikatværdi end afgørelser afsagt af Skatterådet. En række af de afgørelser, der afsiges af Landsskatteretten, fungerer i praksis vejledende på samme måde som fast domspraksis, i hvert fald for så vidt angår forvaltningsmyndighederne. Imidlertid gælder, at retskildeværdien ikke er lige så høj for den administrative praksis som for en dom, idet domstolene kan ændre den administrative praksis, som følge af hierarkiet inden for domstolene.¹²

At retskildeværdien af administrativ praksis er omdiskuteret, kommer bl.a. til udtryk med EU-rettens opfattelse heraf. Efter EU-rettens opfattelse vil fast domspraksis, som ændrer retspraksis i strid med et direktiv, være tilstrækkeligt til at opfylde direktivet, mens administrativ praksis ikke vil være det. Imidlertid vil domstolene formentlig følge forvaltningsmyndighedernes praksis. Dette synspunkt synes underbygget af, at én dommer i en domskommentar fra 1965¹³ har udtalt, at såfremt to fortolkninger af loven har lige meget argumentation bag sig, vil domstolene vælge den, som den administrative enhed har anvendt.¹⁴ Det skal bemærkes, at afhandlingens afsnit om gældende ret tager sit udgangspunkt i administrativ praksis afsagt af såvel Skatterådet som Landsskatteretten.

1.5.1.2. Fortolkningslæren

Der er ikke udarbejdet en særlig fortolkningslære inden for skatteretten, hvorfor de almindelige fortolkningsprincipper anvendes. Det betyder derfor, at der skelnes mellem en subjektiv og objektiv fortolkning. Ved subjektiv fortolkning inddrages forarbejderne som fortolkningsgrundlag, hvor der i

¹¹ Tvarnø, 2017, s. 162

¹² Tvarnø, 2017, s. 142

¹³ U.1965B.250

¹⁴ Tvarnø, 2017, s. 163-164

den objektive fortolkning alene anvendes lovtekst.¹⁵ For nærværende afhandling fortolkes SEL § 2, stk. 1, litra a, primært ud fra en objektiv ordlydsfortolkning, idet formålet med fortolkningen er at finde ordenes juridiske mening, som indeholdt i bestemmelsen.¹⁶ Ved fortolkningen af den foreslåedes SEL § 2, stk. 7, i L237, anvendes ligeledes en objektiv fortolkning, i samspil med den subjektive fortolkning. Det betyder, at bemærkninger til L237 indgår ved fortolkning. Efter vedtagelse af et lovforslag, vil bemærkningerne være af væsentlig betydning for fortolkningen, indtil der eksisterer praksis på området som fortolkningsgrundlag. Det nye lovforslag henviser til ligningslovens (LL) § 2, hvorfor denne ligeledes vil indgå i fortolkningen af bestemmelsen.

1.5.2. Økonomisk metode

For at analysere hvad investeringer betyder for den økonomiske vækst i Danmark, vil problemstillingen belyses ud fra økonomiske teorier og empiri. For at kunne udarbejde en analyse af investeringers betydning, vil der indledningsvist foretages en præsentation af makroøkonomien på et teoretisk grundlag, idet denne danner grundlaget for afhandlingens økonomiske analyse. Analysen vil først ske på kort sigt, der tager sit afsæt i konjunkturudviklingen, for at beskrive hvilke parametre, der påvirker den økonomiske vækst. Herefter præsenteres det teoretiske grundlag for den langsigtede udvikling samt dennes påvirkning af den økonomiske vækst. Beskrivelsen ud fra et makroøkonomisk synspunkt på henholdsvis kort og lang sigt, vil således være afhandlingens teoretiske fundament. Herefter vil afhandlingen, vha. en hypotetisk-deduktiv metode opstille en hypotese, der vil blive testet. Hypotesen er, at udenlandske investorer alene vil investere via en dansk kapitalfond, såfremt det er profitabelt for dem. Her antages det endvidere, at investorer ikke vil vurdere, at det er profitabelt at investere, såfremt de får et fast driftssted i Danmark. Hypotesen vil blive testet ved hjælp af empiriske studier. Det gøres ved at foretage en beskrivelse af markedet for udenlandske direkte investeringer. Herefter følger en beskrivelse af, hvad der kan påvirke markedet for direkte udenlandske investorer. Det gøres for at fastslå, om hypotesen er sand.

1.5.2.1. Anvendte teorier og empiri

Når den økonomiske teori anvendes, er det væsentligt at klarlægge under hvilken metode dette gøres, samt om en sådan økonomisk metode kan anses for videnskabelig. Økonomisk metodologi er et selvstændigt fagområde, der har til opgave at anvende videnskabsteoretiske analysemetoder på den økonomiske disciplin. Metodelæren er forskellig fra videnskabsteorien, idet førstnævnte anses for at

¹⁵ Tvarnø, 2017, s. 243

¹⁶ Tvarnø, 2017, s. 220

bestå af en række direkte anvendelige redskaber, som kan anvendes til at løse de daglige videnskabelige problemer. Metodelæren er således en del af epistemologien, idet den hjælper med at beskrive, hvad vi kan erfare eller erkende. Videnskabsteorien er derimod anvendelig, når der skal argumenteres for en anvendt metode, da denne i højere grad beskæftiger sig med de bagvedliggende begrundelser og argumenter.¹⁷ Metodelæren anvendes derfor i analyseafsnittet, hvorimod videnskabsteorien anvendes til at beskrive de valgte teorier i nærværende afsnit.

Afhandlingens økonomiske del vil hovedsageligt blive grundlagt med afsæt i makroøkonomisk teori. Makroøkonomiske analyser kendetegnes ved at tage deres afsæt i den keynesianske teori, som senere hen er blevet genstand for den neoklassiske teori. Den keynesianske teori blev udviklet af John Maynard Keynes i hans *General Theory* i 1936, og blev formuleret som en teori indenfor makroøkonomien, hvis formål var at forklare størrelsen af et samfunds nationalindkomst, produktion og beskæftigelse.¹⁸ Den nyere makroøkonomiske metode synes at være en blanding af keynesiansk og neoklassisk teori. Det betyder derfor, at når afhandlingens økonomiske del beskriver den kortsigtede del af makroøkonomien, vil denne beskrivelse hovedsageligt være ud fra et keynesiansk perspektiv. Modsat, vil den langsigtede behandling af den økonomiske vækst ske ud fra en neoklassisk tilgang.

I den neoklassiske teori, anskues virksomhederne fra en ekstern, markedsmæssig synsvinkel, hvilket betyder, at der ikke tages stilling til virksomhedernes interne strukturer. Den neoklassiske teori er hovedsagelig positivistisk, dvs. at der alene tages udgangspunkt i observationer, der kan måles. Holdninger, meninger, og etik vil således ikke inddrages, idet det anses som uvidenskabeligt.¹⁹ Den neoklassiske teori består af en invariabel og en variabel del. Den invariable del kaldes også teoriens hårde kerne. Den består af de økonomiske beslutningsenheder, som vi tilskriver dem. Den variable del, også kaldet beskyttelsesbæltet, er de forudsætninger, der bruges til at konfrontere beslutningsenhederne.²⁰ Den hårde kerne, vil typisk være den samme, hvilket derfor også gælder for nærværende afhandling. Kernen tager udgangspunkt i profitmaksimeringshypotesen, hvor alle økonomiske aktører er fuldt ud rationelle, hvilket giver dem et optimalt grundlag til at træffe deres beslutning. Der arbejdes derfor med en antagelse om, at investorerne vil maksimere deres profit ud fra, hvor de kan opnå den mest optimale investering. Beskyttelsesbæltet er nærmere beskrevet og anvendt som hypoteser, der har til formål at specificere markedsstrukturen, samt hvilken information

¹⁷ Knudsen, 1994, s. 18-20

¹⁸ Knudsen, 1994, s. 177

¹⁹ Knudsen, 1997, s. 52

²⁰ Knudsen, 1997, s. 54

der er tilgængelig. Kapitalmarkedet anses som værende et marked, hvor der er fuldkommen konkurrence. Et sådant marked er bl.a. kendetegnet ved, at ingen af aktørerne er prissættere, men alene pristagere. Da investorerne ikke kan sætte prisen, anses de derfor som værende pristagere. Endvidere vil et marked med fuldkommen konkurrence have homogene produkter. Kapital må isoleret set anses for at være det samme, lige meget hvilken kapitalfond der efterspørger det, og kan derfor karakteriseres som et homogent produkt. Der er mange aktører på markedet, og disse aktører er nemme at finde frem til, hvilket ligeledes er et kriterium for, at der kan være fuldkommen konkurrence. Endeligt synes der at være fri entry og exit på markedet.²¹ At der opereres på et marked for fuldkommen konkurrence, er inden for den neoklassiske teori betegnet som værende situations-deterministisk, fordi det søges at forklare investorernes adfærd, som determineret af de ydre begrænsninger, de er underlagt.²² Den neoklassiske teori er derfor anvendelig for afhandlingens udformning, netop fordi investorernes beslutninger skal belyses givet de eksogene²³ forhold, de er underlagt, herunder særligt følgerne af at få et fast driftssted i Danmark. Til belysning heraf, vil der i overensstemmelse med den neoklassiske tilgang foretages en analyse af statistiske empiriske studier.

Som ovenfor beskrevet, vil der blive anvendt en hypotetisk-deduktiv metode, hvor der opstilles en hypotese til at teste, i hvilket omfang investeringer påvirker den økonomiske vækst. Den hypotetiske-deduktive metode stammer fra Karl Popper, og tager sit afsæt i falsifikationismen. Denne videnskabsteori hævder, at det ikke vil være muligt at begrunde en teori som sand eller blot midlertidigt sand. Karl Popper hævdede, at al viden i form af teorier, love, m.v. ville være af hypotetisk og korrigerbar natur. Han opstillede endvidere et falsificerbarhedskrav, der havde det formål at fastsætte hvilke teorier, der kunne gives en videnskabelig status. For at opnå en sådan status, skal teorien potentielt kunne være i strid med empirisk data. For at opnå en konfrontation mellem teori og empiri med det formål at sikre opfyldelsen af falsificerbarhedskravet, hævdede Popper, at det skal gøres gennem en række metodiske regler. For at kunne sikre den rette konfrontation kræves det, at der i testsituationen tages højde for vores teorier, og ikke de ceteris paribus-klausuler²⁴ vi har

²¹ Frank et al., 2013, s. 351-352

²² Knudsen, 1997, s. 55-56

²³ Når noget er eksogent bestemt, betyder det, at det er bestemt udefra. Omvendt er endogene variable bestemt indenfor modellens rammer.

²⁴ Ceteris paribus ("alt andet lige"): hvad gør en enkelt ændring, når alt andet er uforandret. Anvendes oftest inden for økonomisk teori under udbud og efterspørgsel. Man fjerner en ukendt tredje variabel. Det betyder derfor, at kigger man på hvad et fald i prisen gør ved efterspørgslen, kigger man således alene på, at såfremt prisen falder, vil efterspørgslen formentlig stige. Der tages ikke hensyn til, om emballage, smag eller andre faktorer ændres.

inddraget, som anses for problematiske, og dermed forkastes.²⁵ Når der anvendes en hypotetisk-deduktiv metode, er det væsentligt at forudsætte, at det sker i et lukket system i forhold til de omkringliggende systemer, for at opnå holdbare forudsigelser. En sådan lukning af systemet skal være konstant over tid, ellers kan det ikke sikres, at det ikke vil ændre sig såfremt forudsætningerne ændres. En hypotetisk-deduktiv metode vil derfor medføre, at virksomhederne beskrives fra eksterne perspektiver, der herefter vil beskrive sammenspillet af de mange virksomheder på et givent marked.²⁶ Netop derfor vil den hypotetiske-deduktive metode være anvendelig for specialets analysedel, da det ønskes beskrevet, hvilken betydning investeringer har for den økonomiske vækst, samt hvilke følgevirkninger, der kan være ved at de udenlandske passive investorer får et fast driftssted. Imidlertid er en af faldgrupperne for netop denne videnskab, at der kan opstilles så restriktive hypoteser, at teorien bliver forkastet.²⁷

1.5.3. Integreret metode

Den integrerede metode har overordnet til formål at forene den juridiske og økonomiske analyse. Indledningsvist vil det blive behandlet, om en eventuel selvangivelsespligt som følge af fast driftssted i Danmark, kan tilskrives en effekt på investorernes beslutning om at investere i Danmark via en dansk kapitalfond. Skatteretten bliver således behandlet ved inddragelse af økonomisk teori som et supplement til den retspolitiske analyse. Den økonomiske teori angiver de økonomiske implikationer, en regel forventes at have. Den kan endvidere være med til at beskrive de konsekvenser, en eventuel ændring af en regel vil kunne medføre for eksempelvis investorerne.²⁸ Analysen af skattereglerne i et økonomisk perspektiv foretages for at klarlægge, om de danske skatteregler vil have en betydning for den økonomiske vækst. Herefter følger en retspolitisk analyse, der anses som en særskilt analyse, og som foretages udenfor den retsdogmatiske analyse.²⁹ Den retspolitiske analyse har til formål at analysere, hvordan retten bør være; de lege ferenda. Da det ønskes undersøgt, hvordan udenlandske investorer undgår at få et fast driftssted, samt påvirkningen heraf på den økonomiske vækst, vil der blive foretaget en retspolitisk analyse af, om den fremsatte ændring til SEL § 2, opfylder formålet som beskrevet af lovgiver. Såfremt det ikke er tilfældet, vil den retspolitiske analyse komme med en anbefaling til lovgiver om, hvordan den foreslåede bestemmelse i L237, bør udformes.

²⁵ Knudsen, 1994, s. 112-116

²⁶ Knudsen, 1997, s. 51-52

²⁷ Knudsen, 1994, s. 133.

²⁸ Tvarnø et al., 2017, s. 450

²⁹ Tvarnø et al., 2017, s. 449

1.6. Struktur

Afhandlingen inddeles i 6 kapitler til besvarelse af problemformuleringen. Det første kapitel har præsenteret afhandlingens problemformulering, den teori- og metode, der anvendes til besvarelsen heraf, synsvinklen for afhandlingen samt en afgrænsning over for dét, som afhandlingen ikke behandler. Kapitel to giver en introduktion til kapitalfonde, hvordan de typisk er struktureret, og den skatteretlige begrundelse herfor. Dernæst gives en præsentation til markedet for kapital og kapitalfonde, samt den samfundsmæssige betydning heraf. I afhandlingens tredje kapitel følger den retsdogmatiske analyse af, hvordan de udenlandske passive investorer undgår at få et fast driftssted ved investering via en dansk kapitalfond efter såvel lovforslaget som fremsat den 2. maj 2018 (L237), gældende ret, samt 2017-udgaven af modeloverenskomsten. I kapitel fire søges det besvaret, hvilken effekt udenlandske direkte investeringer har på den økonomiske vækst i Danmark, hvordan markedet for direkte investeringer er samt hvilke determinanter, der påvirker de direkte investeringer. Kapitel fem indeholder en integreret analyse af selvangivelsespligten, samt en retspolitisk analyse af, om L237 vil opfylde sit formål. Afslutningsvis følger konklusionen på afhandlingen i kapitel seks, hvor problemformuleringen besvares på baggrund af analyserne i afhandlingens øvrige kapitler.

Den retsdogmatiske analyse i kapitel tre kommer før den økonomiske analyse i kapitel fire. Problemformuleringen bygger på en tese om, at investorerne ikke vil investere, hvis de får et fast driftssted. Derfor må det først undersøges, hvordan de udenlandske passive investorer undgår at få et fast driftssted, hvorefter det bliver relevant at undersøge hvilken effekt de udenlandske direkte investeringer har på den økonomiske vækst i Danmark. Det afrundes med en retspolitisk analyse.

Kapitel 2: Introduktion til kapitalfonde

2.1. Indledning

Følgende afsnit har til formål at præsentere, hvad en kapitalfond er, og betydningen af kapitalfonde ud fra et samfundsmæssigt synspunkt. Der gives indledningsvis en præsentation af kapitalfonden, samt hvordan den typisk er struktureret og den skattemæssige begrundelse herfor. Dernæst gives en introduktion til de forskellige finansieringskilder for virksomheder, herunder særligt risikovillig kapital, samt en præsentation af markedet for risikovillig kapital og kapitalfonde, og hvorfor det er væsentligt at kunne tiltrække kapitalfondes investeringer. Til slut belyses det, hvorfor det kan være fordelagtigt at investere via en kapitalfond.

2.2. Hvad er en kapitalfond?

Kapitalfonde har for en række år siden gjort deres indtog i det danske erhvervsliv såvel som i resten af verden. Der findes ikke nogen juridisk definition af begrebet kapitalfond³⁰, men en nærmere beskrivelse vil følge her. En kapitalfond, også kaldet en 'private equity fund' på engelsk, kan formentlig bedst sammenlignes med en investeringsenhed, hvor midlerne stammer fra en række investorer, der igennem investeringer i virksomheder tilvejebringer afkast. Investorerne i en kapitalfond vil bestå pensionsselskaber, forsikringsselskaber og andre institutionelle investorer, samt private investorer, mv.³¹ I praksis fungerer kapitalfonde som et finansielt og strategisk mellemlid mellem investorerne og porteføljevirkomhederne. Investorerne bliver dermed passive investorer, da de alene skyder penge ind i kapitalfonden, mens de outsourcer til kapitalfonden at undersøge markedet for mulige investeringer. Herfor betaler investorerne et såkaldt *management fee*.

Kapitalfonde dækker i den bredeste definition over alle typer af investeringer i ikke-børsnoterede virksomheder.³² Omdrejningspunktet for afhandlingen vil være kapitalfondene og deres investeringer i danske unoterede porteføljevirkomheder. I henhold til Danish Venture Capital Association (DVCA) rejser kapitalfonde penge fra investorer, som de investerer i virksomheder med potentiale, hvorefter de gennem et såkaldt 'aktivt ejerskab' udvikler virksomhederne og sælger dem til nye ejere. At kapitalfonde udøver 'aktivt ejerskab' betyder, at de stort set altid vil være majoritetsaktionær, og eksempelvis har mulighed for at indføre incitamentsaflønning af ledelsen, samt udskifte denne, hvis

³⁰ Bundgaard, 2010, s. 11

³¹ Invest Europe, 2017, s. 16

³² Bennedsen et al., 2008, s. 9

virksomheden ikke lever op til forventningerne.³³ Det står i modsætning til investorer, der investerer i børsnoterede aktier, hvor investorerne principielt kun har mulighed for at sælge aktien, og således per definition vil være passiv. Igennem det aktive ejerskab vil kapitalfonde som oftest indgå i et tæt partnerskab med virksomhedens ledelse og de øvrige aktionærer, for at optimere muligheden for at skabe en stærkere virksomhed, der kan blive mere værd. Typisk vil kapitalfonde ofte have et såkaldt temporært ejerskab, hvilket betyder, at de oftest vil videresælge den pågældende virksomhed inden for 3-7 år.³⁴ Succeskriteriet for en kapitalfond er derfor, at den gennem en tidsbegrænset periode investerer og videreudvikler den købte virksomhed, så den kan sælges med profit. Salget af virksomheden sker som udgangspunkt ved én af følgende tre exitmuligheder; 1) børsnotering, 2) industrielt salg til en virksomhed inden for branchen, eller 3) finansielt salg til en anden kapitalfond.³⁵

2.3. Strukturering af en dansk kapitalfond

I nærværende afhandling behandles en dansk kapitalfond med udenlandske investorer. Når der er tale om udenlandske investorer, er det centrale hensyn ved struktureringen af kapitalfonden, at et potentielt investeringsafkast ikke udsættes for dobbeltbeskatning. En sådan dobbeltbeskatning vil kunne give sig til udtryk ved, at investeringsafkastet først beskattes i et dansk selskab, for derefter ligeledes at blive beskattet i investorens hjemland. Dobbeltbeskatning kaldes i investeringssammenhænge for "*tax leakage*", idet denne reducerer investorernes afkast. I Danmark vil en kapitalfond derfor typisk være struktureret via et skattetransparent kommanditselskab (K/S), hvor indkomsten alene beskattes i deltagernes formue. Desuden skal det bemærkes, at hvis de udenlandske investorer bliver begrænset skattepligtige til Danmark, som følge af, at deres investering via en dansk kapitalfond resulterer i et fast driftssted, vil det medføre selvangivelsespligt samt en forsøget risiko for dobbeltbeskatning af investorerne. Lige nedenfor følger indledningsvis en gennemgang af K/S'et som selskabsform, hvorefter de øvrige enheder i strukturen beskrives.

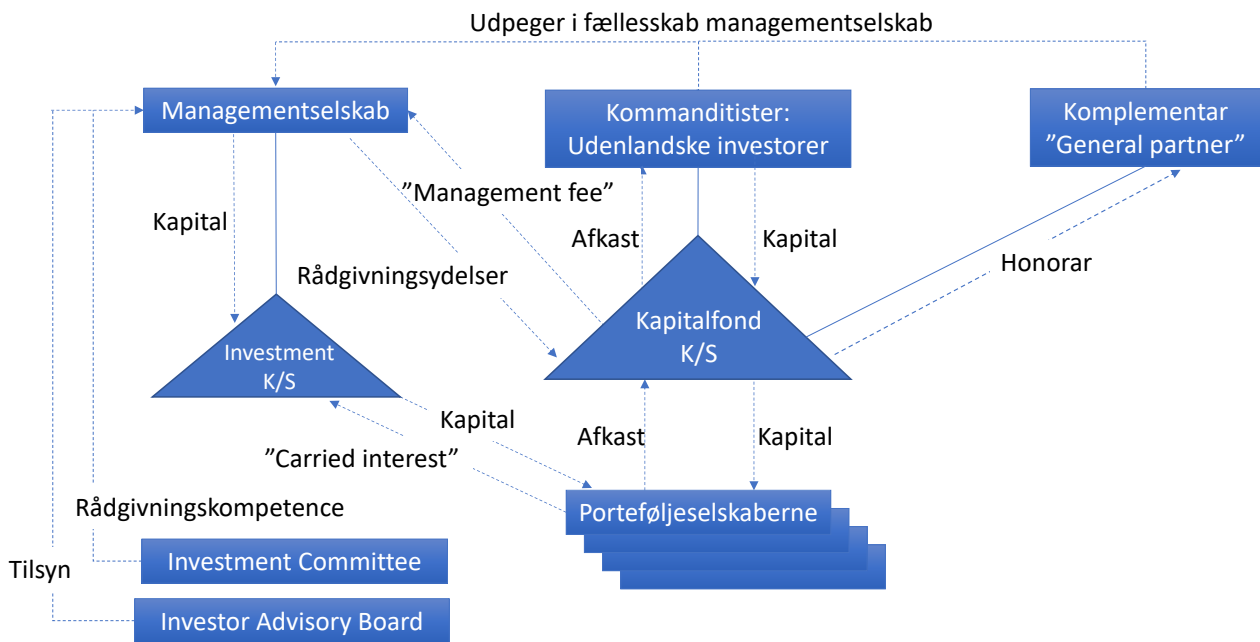
2.3.1. Eksempel på struktur af kapitalfond

En kapitalfond kan være struktureret på flere forskellige måder, men for overblikkets skyld, tages der i nærværende afhandling udgangspunkt i, at den danske kapitalfond ("Kapitalfond K/S"), som de udenlandske investorer investerer via, har nedenstående struktur. Nedenfor følger en nærmere beskrivelse af de forskellige enheder og begreber

³³ Henvisning til "om kapitalfonde" på hjemmeside: <http://dvca.dk/om-kapitalfonde/>, besøgt den 23.01.2018

³⁴ Bennedsen et al., 2008, s. 9

³⁵ Bennedsen et al., 2008, s. 17



Figur 1: Struktur af kapitalfond
Kilde: Egen tilblivelse

2.3.2. Kommanditselskabet

I Danmark vil kapitalfonde typisk være struktureret via et K/S, hvilket navnlig har to væsentlige fordele; 1) at K/S'ets skattransparens anses for at være løsningen på risikoen for eventuel dobbeltbeskatning³⁶, samt 2) at investoren, som kommanditist, alene hæfter med den tilsagte kapital. At et K/S er skattransparent betyder, at det ikke er et selvstændigt skattesubjekt og således ikke underkastes selvstændig beskatning, hvorfor det alene er de enkelte deltagere, der bliver skattepligtige af K/S'ets indtægter og udgifter.³⁷

Et K/S er defineret i Lov om visse erhvervsdrivende virksomheder (LEV) § 2, stk. 2, som: "(...) en virksomhed, hvor en eller flere deltagere, komplementarerne, hæfter personligt, uden begrænsning (...), mens en eller flere deltagere, kommanditisterne hæfter begrænset for virksomhedens forpligtelser". Ved definitionen er det fastsat, at der som minimum skal være to selskabsdeltagere; en komplementar, der hæfter ubegrænset, og en kommanditist, der hæfter begrænset. Et K/S er således rent hæftelsesmæssigt en mellemform mellem et kapitalselskab, hvor der er begrænset hæftelse, og et interessentskab, hvor alle interessenter hæfter personligt og uden begrænsning for interessentskabets

³⁶ Bundgaard, 2010, s. 17

³⁷ Madsen, 2011, s. 13

forpligtelser. Ved at lade investorerne indgå som kommanditister, hæfter de således kun med den indskudte kapital i kapitalfonden.

I en kapitalfond vil K/S'et have generalforsamlingen som det øverste ledelsesorgan. I praksis er generalforsamlingen ikke involveret i investerings- og salgsbeslutninger, og spiller således alene en formel rolle.³⁸ Endvidere vil K/S'et ofte ikke have ansatte eller en faktisk eller retlig rådighed over lokaler i Danmark. K/S'et vil ofte blot være registreret med en c/o adresse hos eksempelvis et advokatkontor, idet der er et krav om, at virksomhedens adresse er registreret hos Erhvervsstyrelsen, jf. LEV § 11, stk. 1.

2.3.3. Komplementaren

Komplementaren i K/S'et, også kaldet "General partner", hæfter ubegrænset for virksomhedens forpligtelser. Komplementaren vil derfor ofte være et selskab med begrænset hæftelse, idet den ubegrænsede hæftelse, jf. LEV § 2, stk. 2, således begrænses. I praksis vil komplementaren ofte være en erhvervsdrivende fond³⁹ eller et anpartsselskab⁴⁰. Hvis der er tale om et anpartsselskab, vil ejerne heraf ofte være investorerne⁴¹ eller personer i managementselskabet⁴². Se imidlertid under afsnit 3.5.2.1.4., hvorfor det kan være problematisk, at der er sammenfald imellem ejerne af komplementaren og personerne i managementselskabet. En fond er derimod en selvejende institution.

K/S'er er underlagt deklaratoriske regler, som bl.a. tilsiger, at komplementaren varetager selskabets indre anliggender og repræsenterer selskabet udadtil, som selskabets leder. Hvis komplementarselskabet er stiftet efter den 1. juni 1996, er det i øvrigt et krav, at komplementaren er tillagt forvaltningsmæssige og økonomiske beføjelser, jf. LEV § 2, stk. 2, 2. pkt.⁴³ De forvaltningsmæssige beføjelser kunne eksempelvis komme til udtryk ved deltagelse i den daglige ledelse, samt at komplementaren har vetoret over væsentlige beslutninger, mens de økonomiske beføjelser eksempelvis kan komme til udtryk ved, at komplementaren er tillagt en rimelig andel i selskabets indtægter, samt at komplementaren modtager forretning af sin egenkapital i K/S'et. Hvis komplementaren ikke opfylder kravet i LEV § 2, stk. 2, 2. pkt., vil der formentlig alene være tale om et

³⁸ Jf. eksempelvis SKM2016.488.SR

³⁹ Jf. eksempelvis SKM2017.12.SR og SKM2016.488.SR

⁴⁰ Jf. eksempelvis SKM2017.13.SR og SKM2013.899.SR

⁴¹ Jf. eksempelvis SKM2017.13.SR

⁴² Jf. eksempelvis SKM2015.56.SR

⁴³ Madsen, 2011, s. 36

selskab med begrænset ansvar, og ikke et K/S.⁴⁴ Imidlertid vil den daglige drift i praksis være udliciteret til managementselskabet, i henhold til en såkaldt kommanditselskabsaftale. For at opfylde kravet, vil det derfor ofte fremgå af kommanditselskabsaftalen, at komplementaren modtager et honorar til aflønning af bestyrelsesmedlemmerne. Desuden vil bestyrelsen i komplementaren have beslutningskompetencen vedrørende godkendelse af investerings- og salgsbeslutninger efter indstilling af managementselskabet og forudgående godkendelse af Investment Committee.

2.3.4. Investorerne

Investorerne indgår som begrænset hæftende kommanditister i K/S'et, jf. LEV § 2, stk. 2, 1. pkt. Investorernes hæftelse er således begrænset til deres indskudte kapital. Investorerne vil ofte være kapitalstærke institutionelle investorer, herunder pensionskasser, forsikringsselskaber, mv. Investorerne kan være repræsenteret i Investor Advisory Board, som gennemgås nedenfor.

2.3.5. Managementselskabet

Managementselskabet er en porteføljeforvalter, der udbyder porteføljeforvaltning til kapitalfonde. Komplementaren og investorerne udpeger i fællesskab managementselskabet. De vil sædvanligvis ligeledes fastsætte retningslinjer for, hvornår disse i fællesskab kan afsætte og udpege et nyt managementselskab.⁴⁵ Det må dog antages, at der alene er tale om en formalitet, da managementselskabet netop er valgt i tiltro til deres performance, hvorfor det formentlig allerede vil være aftalt på forhånd, at det pågældende managementselskab vil forestå porteføljeforvaltningen. En detaljeret managementaftale mellem K/S'et og managementselskabet vil regulere, at den daglige ledelse af K/S'et uddelegeres til managementselskabet. Det betyder, at managementselskabet har fuldmagt til at indgå aftaler om interne forhold på vegne af K/S'et, herunder navnlig valg af advokat og revisor, opretning og lukning af konto, udarbejdelse af selvangivelse, mv. Desuden vil managementselskabet foretage due diligence af potentielle porteføljevirkksomheder på vegne af kapitalfonden. Dvs., at managementselskabet foretager detaljerede analyser, undersøgelser og vurderinger af de potentielle porteføljevirkksomheder. Herefter indstiller managementselskabet forslag til bestyrelsen om, hvilke selskaber der skal sælges og købes. Det sker efter forudgående godkendelse fra Investment Committee. Managementselskabet modtager et såkaldt *management fee* for sine ydelser, som opgøres på grundlag af den tilsagt kapital for investorerne.⁴⁶

⁴⁴ Madsen, 2011, s. 37

⁴⁵ Jf. eksempelvis SKM2016.448.SR

⁴⁶ Jf. eksempelvis SKM2017.13.SR

Managementselskabet vil foretage en parallelinvestering i porteføljeselskaberne via et separat K/S med ca. 1 % af den samlede tilsagt kapital i kapitalfonden.⁴⁷ En medinvestering vil ofte være et krav fra investorerne, og er normal procedure i disse typer af investeringsstrukturer, for at vise, at managementselskabet har "hånden på kogepladen", og selv tror på deres forretningsidé. Herigennem oppebærer managementselskabet et såkaldt *carried interest*, som ofte vil give sig til udtryk ved et merafkast, managementselskabet modtager, efter investorerne har modtaget sit afkast.⁴⁸ En sådan investeringsforpligtelse vil komme til udtryk via en såkaldt *co-investment agreement*.⁴⁹

2.3.6. Investor Advisory Board

Investor Advisory Board, som ofte vil bestå af nogle af de største investorer i kapitalfonden, har til opgave at føre tilsyn med managementselskabet, og sørge for løbende at holde investorerne opdateret. Det sker eksempelvis ved at vurdere interessekonflikter og godkende nøglemedarbejdere i managementselskabet, samt at vurdere værdiansættelsen af investeringerne og årsrapporten for kapitalfonden, som forelagt af managementselskabet. Investor Advisory Board har således en ren rapporteringsfunktion, og ingen beslutningskompetence vedrørende køb og salg af investeringer. Desuden er der ingen ansatte og intet fast sted, hvor de mødes.

2.3.7. Investment Committee

Investment Committee fungerer som sparringsorgan for managementselskabet, og vil ofte have rådgivningskompetence vedrørende de investerings- og salgsbeslutninger, som managementselskabet indstiller, men har ingen beslutningskompetence. Investment Committee kan afvise de mulige investeringer, som managementselskabet indstiller, og først når Investment Committee har afsagt positiv indstilling, vil managementselskabet indstille investeringen til komplementarens endelige godkendelse. Investment Committee vil ofte bestå af ansatte i managementselskabet og dets datterselskaber samt af uafhængige medlemmer.⁵⁰

⁴⁷ Bundgaard, 2009

⁴⁸ Bundgaard, 2009

⁴⁹ Henvielse til "om kapitalfonde" på hjemmeside: <http://dvca.dk/om-kapitalfonde/>, besøgt d. 29/3-18

⁵⁰ Jf. eksempelvis SKM2017.12.SR, SKM2017.13.SR og SKM2017.14.SR

2.4. Den skatteretlige behandling af udenlandske investorer i en kapitalfond

Det er som nævnt af væsentlig betydning for de udenlandske investorer, om de bliver begrænset skattepligtige til Danmark. I henhold til SEL § 2, stk. 1, litra a, påhviler begrænset skattepligt juridiske personer, der har hjemsted i udlandet, hvis de *"udøver et erhverv med fast driftssted her i landet."* Det suppleres endvidere i 3. pkt. med, at *"skattepligten omfatter udøvelse af erhverv med fast driftssted her i landet eller deltagelse i en erhvervsvirksomhed med fast driftssted her."* Det betyder, at de udenlandske investorer bliver begrænset skattepligtige til Danmark, hvis de oppebærer indkomst fra drift af erhvervsmæssig virksomhed med fast driftssted i Danmark.⁵¹ Fast driftssted, jf. SEL § 2, stk. 1, litra a, skal fortolkes i overensstemmelse med art. 5 i OECD's modeloverenskomst, således som denne har været formuleret frem til ændringen i 2017, og vil blive underlagt en gennemgribende analyse i den juridiske analyse i kapitel 3.

Hvis de udenlandske investorer får et fast driftssted i Danmark, som følge af deres investering via en dansk kapitalfond, vil det medføre, at de får selvangivelsespligt i Danmark. Imidlertid er der skattemæssige risici forbundet med at få selvangivelsespligt, idet den fremtidige skattebehandling af investorernes afkast er usikker, hvorved investorerne risikerer at blive dobbeltbeskattet. Det afholder således investorerne fra at investere, hvis de får selvangivelsespligt, jf. eksempelvis som fremført i SKM2016.448.SR.

2.5. Muligheder for at rejse kapital

Når en virksomhed ønsker at rejse kapital til at foretage nye investeringer, er der generelt to måder det kan ske på; ved at optage fremmedkapital eller ved at udstede egenkapital.⁵² Den klassiske form for fremskaffelse af fremmedkapital er, at optage et lån hos de traditionelle finansielle institutioner, pengeinstitutter, men det kan også ske ved eksempelvis at udstede erhvervsobligationer. Den nemmeste måde at optage ny egenkapital på er ved at de nuværende ejere indskyder ny egenkapital. Dermed undgår ejerne at udvande deres ejerandele. Imidlertid kan det ske, at de nuværende ejere ikke har kapacitet til eller af anden årsag ikke har mulighed for selv at indskyde den tilstrækkelige kapital. I så fald kan det blive relevant at undersøge andre muligheder for at rejse kapital. Virksomheder er forskellige hvad angår størrelse, vækstmuligheder, branche, osv., og vil derfor have forskellige finansieringsbehov og forskellige finansieringsmuligheder.⁵³ Hvis en virksomhed ønsker at rejse

⁵¹ Pedersen, 2015, s. 254

⁵² Hillier, 2014, s. 395

⁵³ Hillier, 2014, s. 396

egenkapital, kan denne eksempelvis ty til offentligheden ved at foretage en børsnotering, finde en privat investor, eksempelvis en business angel⁵⁴, eller rejse kapital fra forskellige investorer via en kapitalfond. De forskellige muligheder for at rejse kapital er oplistet nedenfor i figur 2.



Figur 2: Muligheder for at rejse kapital
Kilde: Egen tilblivelse

2.6. Risikovillig kapital

En virksomhed, der er i økonomiske problemer, eller en nystartet virksomhed, vil ofte have svært ved at rejse kapital i markedet, eller optage fremmedkapital hos de traditionelle finansielle institutioner, fordi risikoen er for høj.⁵⁵ Der er her tale om risikovillig kapital. Kapitalfonde er i højere grad villige til at foretage højrisikoinvesteringer end de traditionelle pengeinstitutter er. De imødekommer derfor efterspørgslen efter risikovillig kapital, som bliver en nødvendighed, hvis virksomhederne ikke kan hente kapital på anden vis. Kapitalfonde omfatter ligeledes venturefonde. Venturefonde investerer som udgangspunkt i forholdsvis nystartede virksomheder med et højt vækstpotentiale. De har som regel ikke andre reelle aktiver end en god ide, hvorfor de generelt vil være at anskue som en højrisikoinvestering.⁵⁶ Kapitalfonde vil også i høj grad investere i modne virksomheder med et vækstpotentiale, som eksempelvis kan være kommet i økonomiske problemer, samt virksomheder, som ikke udnytter sit fulde potentiale. Her kan kapitalfonde ved hjælp af ekspertise på området effektivisere processerne og hjælpe med at foretage de rigtige investeringer for virksomheden.

⁵⁴ En Business Angel er en privatperson, som særligt finansierer opstartsvirksomheder, højteknologiske virksomheder, ejerskifte i virksomheder samt "turn-around"-situationer, mod at få del i egenkapitalen i virksomheden

⁵⁵ Hillier, 2014, s. 396

⁵⁶ Hillier, 2017, s. 380

2.7. Markedet for risikovillig kapital i Danmark

I nærværende afsnit opgøres, hvordan markedet for risikovillig kapital har været i de seneste år, med udgangspunkt i opgørelser foretaget af henholdsvis Invest Europe⁵⁷ og DVCA⁵⁸. Det skal bemærkes, at der er tale om to uafhængige enheder, som repræsenterer en række venture- og kapitalfonde. Det kan således ikke afvises, at Invest Europe og DVCA's agenda er at promovere kapitalfondes virke i Danmark. Imidlertid er der tale om statistiske opgørelser, som der ikke ses nogen grund til at betvivle rigtigheden af.

I henhold til opgørelsen foretaget af Invest Europe⁵⁹, har alle kapitalfonde placeret i Danmark i 2016 samlet set investeret 0,440%⁶⁰ af Danmarks bruttonationalprodukt (BNP)⁶¹. Danmarks BNP var i henhold til Danmarks Statistik i 2016 på 2.066,0 mia. kr. i løbende priser.⁶² Dvs. at de danskplacerede kapitalfonde samlet set har investeret ca. 9,1 mia. kr. i 2016. Det samlede gennemsnit for 2012-2016, lå lidt under 0,440%, hvorved det kan sluttes, at der er tale om et forholdsvis stabilt niveau for kapitalfonde. Til sammenligning blev der totalt set af de europæiske kapitalfonde investeret 0,336% af BNP i Europa. Hvad angår udbud af risikovillig kapital, ligger Danmark således over det samlede gennemsnit i Europa i procent af BNP. Endvidere følger det af opgørelsen fra Invest Europe, at der i 2016 blev investeret hvad der svarer til 0,516% af BNP i Danmark i danskplacerede porteføljeselskaber⁶³, dvs. ca. 10,7 mia. kr.⁶⁴ Til sammenligning lå det samlede niveau i Europa totalt set på 0,329% af BNP. Imidlertid skal det bemærkes, at det ikke fremgår af opgørelsen fra Invest Europe, hvorvidt der er tale om udenlandske eller danske investorer i de danskplacerede kapitalfonde. Uanset kan det sluttes, at kapitalfonde står for en ikke ubetydelig del af finansieringen i Danmark, hvorfor det synes væsentligt at kunne tiltrække den risikovillige kapital.

DVCA's rapport om kapitalfonde i 2016/2017 synes ligeledes at underbygge væsentligheden af tiltrækningen af risikovillig kapital. Det fremgår af rapporten, at 2016 var et godt år for

⁵⁷ Invest Europe repræsenterer Europas private equity, venture capital og infrastruktur sektorer, samt deres investorer. Det er en non-profit organisation med 25 ansatte i Bruxelles.

⁵⁸ DVCA er en brancheforening, som repræsenterer en lang række investorer i Danmark, og som arbejder på at gøre Danmark til et mere attraktivt sted at investere, både nationalt og globalt. DVCA har over 250 medlemmer, og repræsenterer alt fra business angels til institutionelle investorer til venture-, og kapitalfonde.

⁵⁹ Invest Europe repræsenterer Europas private equity, venture capital og infrastruktur sektorer, samt deres investorer. Det er en non-profit organisation med 25 ansatte i Bruxelles.

⁶⁰ Invest Europe, 2017, s. 43

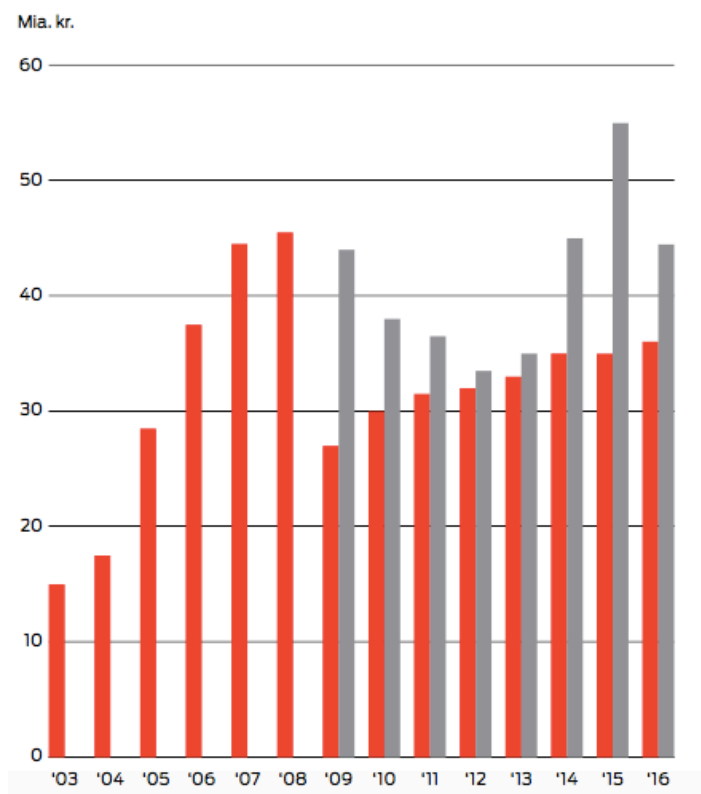
⁶¹ BNP står for bruttonationalprodukt, og er et mål for værdien af et lands samlede produktion af varer og tjenester, fratrukket værdien af de varer og tjenester, der er blevet anvendt i produktionen.

⁶² Danmarks statistik, 2017, s. 46

⁶³ Porteføljeselskaber er de selskaber, der indgår i kapitalfondens investeringsportefølje.

⁶⁴ Invest Europe, 2017, s. 47

virksomhedssalg, der steg med 28% set i forhold til 2015. Antallet af investeringer er større end antallet af virksomhedssalg, hvilket kan være en indikation af et marked i vækst. Exitmarkedet, dvs. markedet for salg af porteføljevirkomhederne, er som udgangspunkt drevet af industrielle spillere eller andre kapitalfonde som opkøbere, og er i mindre grad kendetegnet ved børsnoteringer. Der synes endvidere at være kommet en større bevågenhed fra institutionelle investorer på at investere via kapitalfonde, hvoraf 84% i 2016 så positivt herpå. Til sammenligning så alene 59% af de institutionelle investorer positivt på kapitalfonde som aktivklasse i 2015.⁶⁵ Af figur 3 ses endvidere, at der i Danmark siden 2003 i stigende grad har været tilsagn af kapital til forvaltning af kapitalfonde, alene med et fald i 2009, som formentlig skyldes finanskrisen. Den røde linje beskriver danske kapitalfondes investerede kapital i Danmark, mens den grå linje beskriver udenlandske kapitalfondes. Denne stigende kapital under forvaltning må ligeledes tages som udtryk for, at der er tale om et marked i vækst. At der er tale om et marked i vækst, synes at understrege vigtigheden af fortsat at kunne tiltrække den risikovillige kapital til Danmark.



Figur 3: Oversigt over kapitalfonde

Kilde: DVCA, rapport om kapitalfonde 2016/2017, s. 6.

⁶⁵ DVCA, 2017, s. 4-5

2.8. Hvorfor investere via en kapitalfond?

En klassisk investeringscase for en kapitalfond vil typisk være kendetegnet ved en virksomhed med; 1) stabile cash flows, der muliggør en høj gældssætning, 2) erfaren ledelse, 3) mulighed for strategisk udvikling af virksomheden, 4) mulighed for at optimere driften og eliminere unødvendige udgifter, samt 5) virksomheder med en lav værdiansættelse^{66,67}. Kapitalfonde er kendetegnet ved, at der er en forholdsvis lav operationel risiko⁶⁸, men omvendt er der en væsentlig finansiel risiko, som oftest skyldes en forholdsvis høj gearing⁶⁹ af investeringen. Den typiske investering for en kapitalfond vil derfor oftest være forbundet med større risici end en almindelig investering i en børsnoteret virksomhed.⁷⁰ De seneste år har der været et fokus på kapitalfondenes gearing ved køb af virksomheder, hvilket har medført, at gearingen ikke længere er lige så stor som tidligere. Det vil alt andet lige få en betydning for risikoen ved investeringen. Spørgsmålet bliver således, hvorfor investorerne skal investere via en kapitalfond frem for at investere eksempelvis i børsnoterede aktier. Der findes ikke mange opgørelser af hvilke afkast kapitalfonde får på de investeringer de foretager, da de ikke er underlagt de samme oplysningsforpligtelser, som en børsnoteret virksomhed er.⁷¹ DVCA har imidlertid i deres rapport om kapitalfonde i 2016/2017 offentliggjort oplysninger indhentet fra kapitalfonde om, hvordan det gennemsnitlige afkast af deres investeringer er. Dataene er baseret på, hvad kapitalfondene har oplyst til DVCA, hvorfor det ikke kan afvises, at det afkast der tegnes et billede af, formentlig vil være præget af en overvægt af succesfulde investeringer. Imidlertid har DVCA været i kontakt med kapitalfondene om, hvilke udvælgelsesmetoder investeringerne skulle vælges efter, hvorfor de offentliggjorte data vil blive anvendt her.

Det følger af DVCA's rapport, at det gennemsnitlige afkast via en dansk kapitalfond i årene fra 2011-2016 var 29,6%.⁷² Til sammenligning har det gennemsnitlige afkast på børsnoterede aktier i Danmark været 8,0% i årene fra 2000-2016.⁷³ Ved sammenligning af de to gennemsnit, skal der tages højde for en vis fejlmargen, da afkastet for kapitalfonde alene dækker over en seksårig periode, hvorimod

⁶⁶ En værdiansættelse af en virksomhed fastsætter den nuværende værdi af virksomheden. Værdiansættelsen beror eksempelvis på kapitalstrukturen, markedsværdien af virksomhedens aktiver og forventningen til fremtidige cash flows. Værdiansættelsesmetoden varierer alt efter hvilken virksomhed, industri, osv., der er tale om, men kan inkludere vurdering af regnskabsmæssige nøgletal, diskonteringsmodeller og sammenligning med andre virksomheder

⁶⁷ Bennedsen et al., 2008, s. 31

⁶⁸ Givet at de investerer i virksomheder med stabile cash flows (ejendomme, infrastruktur og energi)

⁶⁹ Gearing er bestemt ved forholdet mellem gæld og egenkapital, ved en høj gearing er der således en stor mængde gæld i forhold til egenkapital

⁷⁰ Bennedsen et al., s. 33

⁷¹ Bennedsen et al., 2008, s. 35

⁷² 2016: 29,2%, 2015: 30,1%, 2014: 30,2%, 2013: 29,8%, 2012: 28,6% & 2011: 29,5%

⁷³ Dimson et al., 2017, s. 29

afkastet for børsnoterede aktier dækker over en 16-årig periode, hvilket således inkluderer finanskrisen i 2008 og frem. Ikke desto mindre synes det at tegne et billede af, at den højere risiko i investeringer via en kapitalfond formentlig også medfører et større afkast. Denne simple sammenligning tager imidlertid ikke højde for, at den finansielle risiko ved investeringerne via en kapitalfond er højere end investeringer i en børsnoteret aktie. Såfremt en børsnoteret aktie er lige så gearret, kan det derfor ikke afvises, at afkastet vil være højere end angivet. Det lægges imidlertid til grund, at såfremt investorerne investerer via en kapitalfond, vil det, alt andet lige, medføre et højere afkast.

2.9. Sammenfatning

Kapitalfonde er en investeringsenhed, der investerer kapital fra en række investorer i ikke-børsnoterede virksomheder, og igennem et aktivt ejerskab tilvejebringer et afkast. Kapitalfonde vil typisk være struktureret som et K/S, for at undgå risikoen for dobbeltbeskatning og sikre, at investorerne, som kommanditister, kun hæfter med den tilsagte kapital. Kapitalfonde er i højere grad villige til at indskyde risikovillig kapital, end de traditionelle pengeinstitutter og markedet generelt er, hvilket ligeledes giver dem mulighed for at tilvejebringe et højere afkast. I henhold til Invest Europe har danskplacerede kapitalfonde samlet set investeret 0,44% af BNP i Danmark, hvoraf det kan sluttes, at kapitalfonde samlet set står for en ikke ubetydelig del af kapitaludbuddet i Danmark. I henhold til DVCA, er markedet for kapitalfondes investeringer i Danmark stigende, hvilket understreger væsentligheden af fortsat at kunne tiltrække kapitalfondes investeringer. Det kan endvidere fremføres, at kapitalfonde formentlig giver et højere afkast sammenlignet med børsnoterede aktier, hvilket kan skyldes den højere risiko forbundet hermed.

Kapitel 3: Juridisk analyse

3.1. Indledning

Følgende afsnit har til formål at beskrive hvordan de udenlandske passive investorer (herefter omtalt "investorer") undgår at få et fast driftssted ved investering via en dansk kapitalfond. Indledningsvis redegøres for hvordan national og international skatteret spiller sammen. Der følger herefter en gennemgang af, hvordan begrebet fast driftssted er defineret, jf. SEL § 2, stk. 1, litra a, fortolket i overensstemmelse med art. 5 i modeloverenskomsten, som denne har været formuleret frem til ændringen i 2017. Det leder op til en analyse af, om L237, såfremt det bliver vedtaget, vil medføre, at investorerne undtages fra at få et fast driftssted. Såfremt § 1, nr. 3, i L237 ikke undtager investorerne fra at få et fast driftssted, foretages en analyse af hvordan investorerne undgår at få et fast driftssted efter gældende ret i dag. Der kom en ny udgave af OECD's modeloverenskomst i 2017, som ændrer ordlyden af art. 5. Til slut følger derfor en kort gennemgang af den nye fast driftssteds-definition, for at belyse, hvorvidt det kan ændre retstilstanden for investorerne.

3.2. International skatteret

3.2.1. Indledende om international skatteret

I det danske skattesystem sondres der mellem fuld og begrænset skattepligt. Fuld skattepligt gælder for fysiske personer, jf. KSL § 1, og for juridiske personer, jf. SEL § 1. Grundlæggende foreligger der fuld skattepligt for fysiske og juridiske personer, hvis disse har en nær tilknytning til Danmark, som for eksempel hvis en person har bopæl eller et selskab er hjemmehørende i Danmark. Som hovedregel gælder der for fuldt skattepligtige et globalindkomstprincip, jf. SL § 4, hvorefter fuldt skattepligtige skal opgøre både indenlandsk og udenlandsk indkomst. Hvis der ikke foreligger fuld skattepligt til Danmark for fysiske og juridiske personer, kan disse være begrænset skattepligtige til Danmark, jf. KSL § 2, og SEL § 2. For begrænset skattepligtige gælder der et territorialprincip, hvilket vil sige, at de kun er skattepligtige af den indkomst, som har tilknytning til Danmark.⁷⁴

Globalt set foreligger der en vis ensartethed i udformningen af nationale skatteregler, men det forhindrer ikke risikoen for dobbeltbeskatning, hvis en person for eksempel er fuldt skattepligtig i ét land og begrænset skattepligtig af indkomst, der hidrører fra et andet land. For at undgå dobbeltbeskatning, kan landene indgå dobbeltbeskatningsoverenskomster (herefter DBO'er).

⁷⁴ Winther-Sørensen et al., 2013, s. 27

3.2.2. Dobbeltbeskatningsoverenskomster

En DBO er som regel en folkeretligt bindende traktat, hvis primære forhold er at undgå dobbeltbeskatning. Det sker ved at DBO'en begrænser de enkelte overenskomstlandes ret til at beskatte. Ligeledes har DBO'er til formål at undgå skatteunddragelse og -undgåelse – et formål, der har fået større og større betydning i nyere tid. Der er i de fleste tilfælde tale om en bilateral⁷⁵ aftale om fordeling af beskatningsretten mellem to lande. En DBO gennemføres i intern ret, så de af overenskomsten omfattede fysiske personer, selskaber mv. kan støtte ret på disse overfor skattemyndighederne.⁷⁶ I praksis er det Skatteministeriet, der forhandler nye overenskomster. For at sikre det korrekte hjemmelsgrundlag, skal der dog fremsættes lovforslag til vedtagelse i Folketinget, der samtidig skal ratificeres, jf. grundloven § 19.⁷⁷ De danske DBO'er er som udgangspunkt baseret på OECD's modeloverenskomst, hvorfor det i det følgende tages udgangspunkt i denne.

3.2.3. Den gyldne regel

DBO'er fordeler alene beskatningsretten til en indkomst, og udgør således ikke en selvstændig hjemmel til beskatning. Dét princip kaldes i teorien *den gyldne regel*. Det betyder, at uanset om et land har fået tildelt retten til at beskatte en given indkomst efter en DBO, skal der fortsat være intern hjemmel til at beskatte den givne indkomst.

3.2.4. Fortolkning af dobbeltbeskatningsoverenskomster

Fortolkningen af DBO'er skal ske ud fra folkeretlige fortolkningsprincipper, som er kodificeret i Wienerkonventionen, hvoraf det følger af art. 31-33, at der anlægges en ordlydsfortolkning. OECD's modeloverenskomst har haft stor betydning for udformningen af de mere end 3.000 DBO'er⁷⁸, der i dag eksisterer på verdensplan. Det betyder, at indgåede DBO'er ofte har mange fællestræk, hvilket gør fortolkningen af disse nemmere. Modeloverenskomsten udgør ikke i sig selv en folkeretligt bindende aftale, ligeledes er kommentarerne til modeloverenskomsten heller ikke bindende for medlemsstaterne. På trods af det, tillægges kommentarerne til modeloverenskomsten alligevel en ikke ubetydelig værdi ved fortolkning af indgåede DBO'er, under forudsætning af, at den konkrete DBO er udformet på baggrund af den pågældende modeloverenskomst. Ved materiel forskel mellem én DBO

⁷⁵ I enkelte tilfælde kan der være tale om en multilateral aftale, som f.eks. den nordiske aftale

⁷⁶ Winther-Sørensen et al., 2013, s. 29

⁷⁷ Winther-Sørensen et al., 2013, s. 35

⁷⁸ Linderfalk et al., 2015, s. 40

og modeloverenskomsten, må det bero på en konkret vurdering, hvorvidt kommentarerne kan bruges som fortolkningsmiddel eller ej. I dansk ret tillægges modeloverenskomsten med kommentarer ligeledes betydning ved fortolkning, jf. TfS 1993, 7 H, hvor kommentarerne til OECD's modeloverenskomst blev lagt til grund i afgørelsen.

I takt med at OECD løbende har revideret modeloverenskomsten og de tilhørende kommentarer, er det i højere grad blevet relevant, hvilken version af modeloverenskomsten med kommentarer, man skal lægge vægt på som fortolkningsbidrag. I den forbindelse sondres der mellem statisk og dynamisk fortolkning. Udgangspunktet må være, at statisk fortolkning finder anvendelse; dvs. at der tages udgangspunkt i dén version af modeloverenskomsten med kommentarer, som var gældende på tidspunktet for indgåelsen af den pågældende overenskomst. Det udelukker dog ikke, at der også inddrages nyere versioner af OECD's modeloverenskomst med kommentarer, såfremt disse alene er udtryk for præciseringer og ikke ændringer. Det følger ligeledes af kommentarerne, at man så vidt muligt bør fortolke i overensstemmelse med nyere kommentarer, såfremt disse ikke er udtryk for en egentlig ændring af modeloverenskomsten. Såfremt der er tale om en ændring, og ikke blot en præcisering, kan de nye kommentarer til modeloverenskomsten næppe lægges til grund.⁷⁹ OECD's modeloverenskomst indeholder også sin egen fortolkningsregel, jf. art. 3, stk. 2. Heraf fremgår det, at hvis et udtryk ikke er defineret i selve overenskomsten, skal man anvende den definition, der følger af de kontraherende staters interne ret, medmindre andet følger af sammenhængen.

3.3. Fast driftssted

3.3.1. Generelt om fast driftssted

Begrebet fast driftssted anvendes til at beskrive en aktivitet, der ikke i sig selv udgør et selvstændigt skattesubjekt.⁸⁰ Ethvert foretagende kan udøve erhvervsvirksomhed i et andet land end det, hvor foretagendet er hjemmehørende. I så fald kan det andet land, hvori foretagendets aktivitet udøves, få beskatningsretten til den indkomst, der stammer fra den pågældende aktivitet. Ikke alle erhvervsmæssige aktiviteter udført i et andet land, end hvor foretagendet er hjemmehørende, udløser beskatningsret for det andet land. Hertil bruges begrebet 'fast driftssted', for at omtale den del af erhvervsvirksomheden, som det andet land kan beskattes.⁸¹ Princippet om fast driftssted er et grundlæggende princip i international skatteret, som er inkorporeret i modeloverenskomsten

⁷⁹ Winther-Sørensen et al., 2013, s. 51-52

⁸⁰ Schmidt et al., 2015, s. 158

⁸¹ Den juridiske vejledning 2018-1, afsnit C.F.8.2.2.5.1

udarbejdet af OECD med det formål at undgå dobbeltbeskatning. Ordlyden af fast driftssted-definitionen i modeloverenskomstens artikel 5 har været den samme siden 1977-versionen indtil den for nyligt blev ændret i 2017.⁸²

Der findes ikke nogen egentlig definition af fast driftssted i intern dansk ret. Det er således fast antaget, at den internretlige definition af fast driftssted følger definitionen i OECD's modeloverenskomst og i kommentarerne til fortolkning heraf. Der eksisterer kun ganske få undtagelser fra modeloverenskomstens definition i den internretlige definition, herunder fjernsalg gennem en repræsentant, jf. SEL § 2, stk. 6, og vedrørende bygge- og anlægsvirksomhed, jf. SEL § 2, stk. 1, litra a, 6. pkt.⁸³ Inden for dansk skatteret, bliver fast driftssted-begrebet relevant, når det skal vurderes, om en fysisk person eller et selskab, der har hjemsted i udlandet, omfattes af den begrænsede danske skattepligt, jf. KSL § 2, stk. 1, nr. 4, for fysiske personer, og SEL § 2, stk. 1, litra a, for juridiske personer. Skattepligten opstår for de indkomster, som kan henføres til det faste driftssted, såfremt der udøves *"erhverv med fast driftssted i Danmark"*.⁸⁴

I henhold til modeloverenskomsten, vil det som hovedregel være det land, hvor foretagendet er hjemmehørende (domicillandet), der har beskatningsretten til al indkomst, medmindre det land, hvor indkomsten stammer fra (kildelandet), er tillagt retten til at beskatte samme indkomst i én af de øvrige bestemmelser, jf. art. 21. I relation til DBO'erne, er der primært to spørgsmål, som knytter sig til fast driftssted: 1) Hvorvidt der er et fast driftssted i overenskomstens kildeland, samt 2) hvilken indkomst, der kan henføres til det faste driftssted.⁸⁵ Det første spørgsmål er reguleret i art. 5, hvorefter afgørelsen af, hvorvidt der er et fast driftssted, må foretages med udgangspunkt heri. Det vedrører således den subjektive del af skatteretten.⁸⁶ Det andet spørgsmål, vedrørende allokering af erhvervsindkomst, behandles i art. 7. Det følger af art. 7, stk. 1, at domicillandet er tillagt den eksklusive beskatningsret til al erhvervsindkomst, medmindre virksomheden driver sin erhvervsvirksomhed gennem et i kildelandet beliggende fast driftssted. Såfremt indkomsten stammer fra et fast driftssted i kildelandet, kan kildelandet beskatte indkomsten derfra. Det relaterer sig til den objektive del af skatteretten, som ikke vil blive behandlet i nærværende afhandling.

⁸² Laursen, 2011, s. 14

⁸³ Den juridiske vejledning 2018-1, afsnit C.F.8.2.2.5.1

⁸⁴ Laursen, 2011, s. 15

⁸⁵ Schmidt et al., 2015, s. 158

⁸⁶ Laursen, 2011, s. 17-18

Modeloverenskomstens art. 5 er struktureret således, at den består af en primær og sekundær definition af fast driftssted. Art. 5, stk. 1, angiver den primære definition af et fast driftssted; at der skal være tale om 1) et forretningssted, 2) som er fast, og 3) hvorigennem foretagendets virksomhed helt eller delvis udøves. I sammenhæng hermed angiver art. 5, stk. 2, en positiv afgrænsning af, hvad et fast driftssted især omfatter. Den primære definition suppleres af den sekundære definition – også kaldet agentreglen – i art. 5, stk. 5. Herefter kan en person, der udøver virksomhed i en kontraherende stat gennem en fuldmagt, under visse omstændigheder udgøre et fast driftssted. Det gælder dog kun, hvis der ikke er tale om en uafhængig agent, jf. art. 5, stk. 6. Et foretagende kan have et fast driftssted i henhold til art. 5, stk. 5, til trods for at foretagendet ikke anses for at have et fast driftssted efter hovedreglen i art. 5, stk. 1 og 2. I art. 5, stk. 7, angives det, at det faktum, at et selskab behersker eller beherskes af et selskab hjemmehørende i en anden kontraherende stat, ikke i sig selv medføre, at ét af de to selskaber anses for et fast driftssted på vegne af det andet. I art. 5, stk. 4, fremgår en negativ afgrænsning, hvorefter der ikke er tale om et fast driftssted, hvis der alene er tale om arbejde af forberedende eller hjælpende karakter. Nedenfor følger en gennemgang af henholdsvis det primære kriterium og agentreglen.

3.3.2. Det primære kriterium i art. 5, stk. 1 og 2

Art. 5, stk. 1 og 2, udgør tilsammen det primære fast driftssteds-kriterium. Det fremgår af ordlyden, at der er tre grundlæggende betingelser, der skal være opfyldt, for at der er tale om et fast driftssted;⁸⁷

1. Eksistensen af et *forretningssted*;
2. Forretningsstedet skal være *fast*,
3. Et foretagendes *virksomhed skal helt eller delvis udøves* på forretningsstedet.

De følgende afsnit vil indeholde en nærmere gennemgang af de tre betingelser. I art. 5, stk. 2, eksemplificeres hvad der umiddelbart kan anskues som værende et fast driftssted. Der er på ingen måde tale om en udtømmende liste, og disse skal fortsat opfylde kravene i stk. 1, for at udgøre et fast driftssted.⁸⁸

3.3.2.1. Forretningssted

Den første betingelse er, at der skal være et forretningssted. Eksistensen af et forretningssted, dækker bl.a. over "*alle lokaler, indretninger eller installationer, der benyttes til at udøve foretagendets*

⁸⁷ Jf. pkt. 2 i kommentarerne til art. 5, stk. 1, i OECD's Modeloverenskomst, 2014

⁸⁸ Jf. pkt. 12 i kommentarerne til art. 5, stk. 2, i OECD's Modeloverenskomst, 2014

*virksomhed, hvad enten de udelukkende bruges til dette formål eller ej.*⁸⁹ I henhold til pkt. 4 i kommentarerne til art. 5, stk. 1, skal begrebet "forretningssted" fortolkes bredt. Det følger heraf, at selvom der ingen lokaler findes, kan der eksistere et forretningssted, hvis der alene er et vist areal til rådighed for foretagendet. Dette er uanset om arealet ejes, lejes eller på anden måde er til foretagendets rådighed. Det er uden betydning, om der er en formel juridisk ret til at anvende arealet.

Der vil dog ikke være tale om et forretningssted, hvis der kun er tale om "den blotte tilstedeværelse" på en lokalitet. Det nævnes, som eksempel i kommentarerne, at et foretagendes repræsentants tilbagevendende tilstedeværelse hos en kunde, ikke konstituerer et forretningssted, idet kundens lokaliteter ikke er til rådighed for foretagendet (det kan dog, efter omstændighederne, konstituere et fast driftssted under art. 5, stk. 5).⁹⁰ Desuden er det et krav, at arealet, som er til foretagendets rådighed, anvendes til forretningsmæssig virksomhed⁹¹, samt at der er en vis fysisk, materiel indretning, hvorfor en bankkonto eller en postadresse, herunder for eksempel en c/o adresse hos en advokat, ikke i sig selv kan udgøre et forretningssted.⁹²

3.3.2.1.1. Dispositionskrav

Dispositionskravet dækker over, at foretagendet skal have ret til at disponere over forretningsstedet, som en betingelse for, at der er et fast driftssted. Det har været diskuteret i litteraturen, hvorvidt der følger et dispositionskrav af fast driftssted-definitionen, idet det ikke fremgår eksplicit af art. 5, stk. 1.⁹³ Der kan argumenteres for, at det fremgår af pkt. 4 i kommentarerne til art. 5, stk. 1, idet det heraf følger at foretagendet skal have et vist areal til *sin rådighed*. Dispositionskravet blev uddybet i 2003 ved revision af modeloverenskomsten, hvorefter pkt. 4.1-4.6 blev tilføjet i kommentarerne til art. 5, stk. 1.⁹⁴ Spørgsmålet er, hvorvidt dispositionskravet overhovedet er anerkendt i dansk praksis, samt hvorvidt det i så fald kan være udslagsgivende.⁹⁵ Det blev i 2011 fremført i Anders Laursens ph.d.-afhandling, at der samlet set kun er *"få holdpunkter for at antage, at dispositionskravet har et selvstændigt indhold i dansk ret"*.⁹⁶ Sidenhen er det eksplicit blevet nævnt i en række afgørelser vedrørende hjemmekontor, som eksempelvis i SKM2011.351.SR og SKM2012.313.SR. Sidstnævnte omhandlede et polsk selskab som havde indgået en underleverandørsamtale med en dansk

⁸⁹ Jf. pkt. 4 i kommentarerne til art. 5, stk. 1, i OECD's Modeloverenskomst, 2014

⁹⁰ Jf. pkt. 4.2 i kommentarerne til art. 5, stk. 1, i OECD's Modeloverenskomst, 2014

⁹¹ Jf. pkt. 4.1 i kommentarerne til art. 5, stk. 1, i OECD's Modeloverenskomst, 2014

⁹² Laursen, 2011, s. 72

⁹³ Laursen, 2011, s. 83

⁹⁴ Laursen, 2011, s. 92

⁹⁵ Laursen, 2011, s. 98

⁹⁶ Laursen, 2011, s. 104

tandlægeklinik om levering af tandlægeydelser. En række polske tandlæger skulle levere tandlægeydelserne, som herigennem ville få adgang til den danske klinik. Foruden at den danske tandlægeklinik ville være til rådighed for de polske tandlæger, lagde Skatteministeriet vægt på, at "[t]andlægeklinikken vil være til disposition for de polske tandlæger, når de udøver deres aktiviteter i Danmark (...)". Den danske tandlægeklinik udgjorde således et fast driftssted.

Imidlertid har dispositionskravet haft begrænset betydning i administrativ praksis, hvor der særligt har været lagt vægt på den faktiske anvendelse. Hertil kan det fremføres, at dispositionskravet i langt de fleste tilfælde vil være opfyldt, hvis det samtidig kan konkluderes, at der er et forretningssted.

3.3.2.2. Fast

Den anden betingelse er, at forretningsstedet skal være "fast", hvilket vil sige, at "*det skal være etableret på et givet sted med en vis grad af varighed.*"⁹⁷ I den forbindelse sondres der mellem; 1) geografisk fast, og 2) fast i tid.

1) Geografisk fast

At forretningsstedet skal være geografisk fast betyder, at der sædvanligvis skal være "(...) en forbindelse mellem forretningsstedet og en særligt geografisk bestemt lokalitet".⁹⁸ Det er dog ikke et krav, at dét udstyr, der udgør forretningsstedet, faktisk skal være fastgjort til den jord, det står på. I 2003 blev det indskrevet i kommentarerne⁹⁹, at det almindeligvis anses for at være et enkelt forretningssted, hvis aktiviteten kan identificeres som værende en *kommerciel og geografisk helhed*.¹⁰⁰ Det betyder, at hvis virksomheden udøves inden for et geografisk afgrænset område, medføre det ikke per automatik, at der er tale om et enkelt forretningsområde, idet der samtidig skal være en kommerciel sammenhæng.

2) Fast i tid

At forretningsstedet ligeledes skal være fast i tid, betyder, at et forretningssted skal have *en vis varighed* og ikke blot være af midlertidig karakter. Det beror på en konkret vurdering, hvor lang tid der er tilstrækkeligt, for at opfylde kravet om *en vis varighed*.¹⁰¹ Som regel anses der ikke for at foreligge et fast driftssted, hvis en virksomhed blev udøvet gennem et forretningssted, som blev

⁹⁷ Jf. pkt. 2 i kommentarerne til art. 5, stk. 1, i OECD's Modeloverenskomst, 2014

⁹⁸ Jf. pkt. 5 i kommentarerne til art. 5, stk. 1, i OECD's Modeloverenskomst, 2014

⁹⁹ Laursen, 2011, s. 78

¹⁰⁰ Jf. pkt. 5.1 i kommentarerne til art. 5, stk. 1, i OECD's Modeloverenskomst, 2014

¹⁰¹ Laursen, 2011, s. 113

opretholdt i mindre end seks måneder.¹⁰² Det skal dog bemærkes, at der ikke er nogen fast nedre grænse, og at der alt afhængigt af virksomhedens art kan statueres et fast driftssted, selvom virksomheden kun har eksisteret i kort tid.¹⁰³ Varighedskravet er således en subjektiv vurdering. Der eksisterer en undtagelse, hvis virksomheden er af tilbagevendende karakter. I sådanne tilfælde skal hver tidsperiode ses i sammenhæng med det antal gange forretningsstedet er benyttet.¹⁰⁴ Det følger endvidere af kommentarerne til modeloverenskomsten, at midlertidige afbrydelser af virksomheden ikke medfører, at et fast driftssted anses for ophørt med at eksistere.¹⁰⁵

3.3.2.3. Virksomhedsudøvelse

Den tredje betingelse er, at et foretagendets virksomhed helt eller delvist udøves gennem dette faste forretningssted. Et kontor eller en adresse hos en advokat er således ikke i sig selv nok til at udgøre et forretningssted, idet der aktivt skal foregå virksomhed fra stedet.¹⁰⁶ Den tredje betingelse rejser overordnet set to spørgsmål; dels 1) hvad der kan kvalificeres som *virksomhed*, og dels 2) i hvilket omfang denne virksomhed udøves *gennem* det faste driftssted.¹⁰⁷ Det skal i den forbindelse erindres, at hverken virksomheden eller virksomhedsudøvelsen må anses for alene at have *hjælpende eller forberedende karakter*, jf. art. 5, stk. 4.

1) Hvad der kvalificeres som virksomhed

Begrebet virksomhed skal defineres i henhold til de kontraherende staters interne ret, jf. art. 3, stk. 2, da begrebet ikke er defineret i modeloverenskomsten. Det skal indledningsvis bemærkes, at der sondres mellem udøvelse af erhvervsmæssig virksomhed i selskabsretlig og skatteretlig henseende.

Hvornår aktie- og anpartsselskaber anses for at udøve erhvervsmæssig virksomhed, synes i henhold til intern ret afgjort med TfS 2004, 542 H (SKM2004.279.HR, "Johnson Holding").¹⁰⁸ Sagen omhandlede et dansk anpartsselskab, Johnson Holding ApS, som blev stiftet i forbindelse med en skattefri aktieombytning. Selskabets aktivitet bestod alene i at eje 100% af aktierne i datterselskabet, Johnson Agency A/S. Spørgsmålet til Højesteret var, om Johnson Holding ApS kunne fradrage udgifter til revisor og advokater i forbindelse med stiftelsen, jf. dagældende LL § 8 J, hvilket var betinget af, at der

¹⁰² Jf. pkt. 6 i kommentarerne til art. 5, stk. 1, i OECD's Modeloverenskomst, 2014

¹⁰³ Den juridiske vejledning 2018-1, C.F.8.2.2.5.2.1

¹⁰⁴ Jf. pkt. 6 i kommentarerne til art. 5, stk. 1, i OECD's Modeloverenskomst, 2014

¹⁰⁵ Jf. pkt. 6.1 i kommentarerne til art. 5, stk. 1, i OECD's Modeloverenskomst, 2014

¹⁰⁶ Den juridiske vejledning 2018-1, C.F.8.2.2.5.2.1

¹⁰⁷ Laursen, 2011, s. 121

¹⁰⁸ Laursen, 2011, s. 125

var etableret erhvervsmæssig virksomhed. Landsretten mente ikke, at der var fradragsret, under henvisning til at besiddelse af aktier i datterselskabet ikke var erhvervsmæssig virksomhed i bestemmelsens forstand. Højesteret afviste dog denne afgørelse, og nåede i stedet frem til, at aktie- og anpartsselskabet per definition i selskabsretlig henseende var erhvervsdrivende, hvorfor der således også i skatteretlig henseende måtte være tale om etablering af erhvervsmæssig virksomhed.¹⁰⁹

Spørgsmålet er, om personselskaber ligeledes anses for at være erhvervsdrivende. Det følger af LEV § 1, at et I/S og K/S udtrykkeligt er erhvervsdrivende. Der er således i selskabsretlig henseende tale om en erhvervsdrivende virksomhed, hvilket i TfS 2004, 542 H, var udslagsgivende for, at der ligeledes var tale om dette i skatteretlig henseende. Der hersker imidlertid i litteraturen tvivl om, hvorvidt den skatteretlige kvalifikation af personselskaber skal følge den selskabsretlige kvalifikation, idet ikke alle personselskaber nødvendigvis er omfattet af definitionen i LEV § 1, og ikke nødvendigvis er erhvervsdrivende.¹¹⁰

Af den juridiske vejledning fremgår det, at skattelovgivningen ikke indeholder en egentlig definition af selvstændig erhvervsvirksomhed, men at det er kendetegnet ved, at der for egen risiko udøves virksomhed af økonomisk karakter med det formål at opnå et økonomisk overskud.¹¹¹ I den juridiske vejledning fremgår det, at selvstændig erhvervsvirksomhed skal afgrænses over for en række ting, herunder over for tjenesteforhold i form af både løn- og honorarmodtagere, over for ikke-erhvervsmæssig virksomhed i form af eksempelvis hobbyvirksomhed, samt over for spekulation. En nærmere analyse heraf følger i afsnit 3.5.2.2.

2) Udøves gennem

Virksomheden skal udøves *gennem* det faste driftssted. "Gennem hvilket" skal i henhold til kommentarerne forstås bredt, og finder anvendelse i enhver situation, hvor forretningsvirksomhed udøves på en bestemt lokalitet, der er til foretagendets disposition med henblik på udøvelsen af aktiviteten.¹¹² Herom kan det generelt slutes, at der sædvanligvis vil være tale om virksomhedsudøvelse gennem det faste driftssted, hvis personer, som oftest personale, udfører foretagendets virksomhed i den stat, hvor det faste sted er beliggende.¹¹³ At foretagendets virksomhed

¹⁰⁹ Højesteretsafgørelsen blev afgivet med dissens (3 mod 2)

¹¹⁰ Laursen, 2011, s. 131-132

¹¹¹ Den juridiske vejledning 2018-1, C.C.1.1.1

¹¹² Jf. pkt. 4.6 i kommentarerne til art. 5, stk. 1, i OECD's Modeloverenskomst, 2014

¹¹³ Jf. pkt. 2 i kommentarerne til art. 5, stk. 1, i OECD's Modeloverenskomst, 2014

helt eller delvist skal udøves igennem det faste forretningssted betyder, at virksomheden ikke behøver at være permanent, men blot at driften skal udøves på en regelmæssig måde.¹¹⁴

3.3.3. Agentreglen i art. 5, stk. 5 og 6

I art. 5, stk. 5, fremgår det sekundære kriterium for etableringen af et fast driftssted, også kaldet agentreglen. Det fremgår direkte af ordlyden: "[u]anset bestemmelserne i stk. 1 og 2 (...)", at bestemmelsen er sekundær. Det gælder således, at selv om et foretagende ikke anses for at have et fast driftssted i henhold til stk. 1 og 2, kan foretagendet betragtes som havende et fast driftssted i en stat, hvis der er en person¹¹⁵, som under visse betingelser, handler på foretagendets vegne.¹¹⁶ Det primære formål med agentreglen er, at erstatte forbindelsen til et fast forretningssted med forbindelsen til en person. Således kan agenten udgøre et fast driftssted uden nødvendigvis at have adgang til et fast forretningssted.¹¹⁷

Af art. 5, stk. 5, kan udledes fem kumulative betingelser, som skal være opfyldt, for at en person kan anses for at udgøre et fast driftssted. Der foreligger således et fast driftssted, hvis den omhandlende person:

1. Udøver virksomhed for et foretagende i en kontraherende stat (*virksomhedskravet*)
2. Har fuldmagt til at indgå aftaler i et foretagendes navn (*fuldmagtskravet*)
3. Sædvanligvis udøver denne fuldmagt (*hyppighedskravet*)
4. Ikke er en uafhængig repræsentant omfattet af art. 5, stk. 6 (*uafhængighedskravet*), og
5. Ikke blot udøver virksomhed af forberedende eller hjælpende karakter, jf. art. 5, stk. 4 (*aktivitetskravet*)¹¹⁸

3.3.3.1. Virksomhedskravet

Af *virksomhedskravet* fremgår det, at den pågældende person skal anvende sin fuldmagt til at udøve virksomhed. Den nærmere afgrænsning af "virksomhed" foretages på samme måde, som under det primære kriterium i art. 5, stk. 1, og det følger således definitionen i intern ret.¹¹⁹ Se afsnit 3.3.2.3.

¹¹⁴ Jf. pkt. 7 i kommentarerne til art. 5, stk. 1, i OECD's Modeloverenskomst, 2014

¹¹⁵ I OECD's Modeloverenskomst bruges udtrykket "person" som en samlebetegnelse for en fysisk person, et selskab og enhver anden sammenslutning af personer, jf. art. 3, stk. 1, litra a

¹¹⁶ Jf. pkt. 31 i kommentarerne til art. 5, stk. 5, i OECD's Modeloverenskomst, 2014

¹¹⁷ Skaar, 1991, s. 163

¹¹⁸ Laursen, 2011, s. 158

¹¹⁹ Laursen, 2011, s. 168

3.3.3.2. Hyppighedskravet

Hvorvidt *hyppighedskravet* er opfyldt, beror på en konkret vurdering. De afgørende momenter i vurderingen er kontraktens art og arten af den virksomhed, der arbejdes for.¹²⁰ Kravet om at fuldmagten udøves hyppigt, er et udtryk for princippet om "fasthed i tid" i art. 5, stk. 1, jf. pkt. 32 og 33.1 i kommentarerne til art. 5, stk. 5. Der indgår således ved vurderingen af "hyppighed" nogle af de samme momenter, som er relevante ved afgørelsen af "fast i tid" efter art. 5, stk. 1.¹²¹

3.3.3.3. Fuldmagtskravet

Det centrale for art. 5, stk. 5, er *fuldmagtskravet*.¹²² Ved en snæver ordlydsfortolkning af vendingen "*har (...) en fuldmagt (...) til at indgå aftaler i foretagendets navn*", i art. 5, stk. 5, ville det angiveligt medføre, at fuldmagtshaveren bogstaveligt talt skal underskrive aftaler i foretagendets navn, for at der opstår et fast driftssted. I dansk ret svarer forholdet til aftalelovens § 10, stk. 1¹²³, hvor det er fuldmagtsgiver og tredjemand, som bliver forpligtet af aftalen, og ikke mellemmanden/fuldmægtigen selv. I henhold til fuldmagtsforholdet i dansk ret, vil bestemmelsen således ikke finde anvendelse, hvis mellemmanden selv indgår som part i aftalen ved kontrahering i kildelandet.¹²⁴ Af pkt. 32.1 i kommentarerne til art. 5, som blev tilføjet i 1994, fremgår det, at vendingen "*fuldmagt til at indgå kontrakter i foretagendets navn*" ikke skal begrænses til kun at gælde repræsentanter, som bogstaveligt talt indgår kontrakter i foretagendets navn, men ligeledes skal gælde for kontrakter, der er bindende for foretagendet, selvom disse kontrakter rent faktisk ikke er indgået i foretagendets navn. Det følger imidlertid ikke direkte ved en snæver ordlydsfortolkning. Der eksisterer således en svaghed ved art. 5, stk. 5, som i øvrigt er blevet ændret ved 2017-udgaven af modeloverenskomsten.¹²⁵

3.3.3.4. Uafhængighedskravet, jf. art. 5, stk. 6

Art. 5, stk. 5, angiver hvornår en juridisk eller fysisk person udgør et fast driftssted, mens art. 5, stk. 6, angiver undtagelsen hertil. Uanset art. 5, stk. 5, vil der ikke være tale om et fast driftssted, hvis agenten er uafhængig, jf. art. 5, stk. 6. Af pkt. 37 i kommentarerne til art. 5, stk. 6, følger det, at en agent ikke kan udgøre et fast driftssted på vegne af foretagendet, hvis

¹²⁰ Jf. pkt. 33.1 i kommentarerne til art. 5, stk. 5, i OECD's Modeloverenskomst, 2014

¹²¹ Laursen, 2011, s. 166-167

¹²² Laursen, 2011, s. 166

¹²³ AFTL § 10, stk. 1: "*Den, som har givet en anden fuldmagt til at foretage en retshandel, bliver umiddelbart berettiget og forpligtet overfor tredjemand ved retshandel, som fuldmægtigen foretaget i fuldmagtsgiverens navn og indenfor fuldmagtens grænser*"

¹²⁴ Laursen, 2018, s. 2

¹²⁵ Se herom i afsnit 3.6.

- 1) Agenten er uafhængig af foretagendet både juridisk og økonomisk, og
- 2) Agenten handler inden for sin sædvanlige erhvervsvirksomheds rammer, når han handler på foretagendets vegne.

Der er tale om kumulative betingelser. Hvis agenten er uafhængig af foretagendet, men handler udenfor sin sædvanlige erhvervsvirksomheds rammer, når han handler på foretagendets vegne, vil art. 5, stk. 6, således ikke finde anvendelse, og det udenlandske foretagende får et fast driftssted i kildelandet, såfremt betingelserne i art. 5, stk. 5, er opfyldt.

1) Juridisk og økonomisk uafhængig

Betydningen af afhængighed i såvel juridisk som økonomisk forstand, skal i henhold til pkt. 38-38.6 i kommentarerne til art. 5, stk. 6, bedømmes efter en række momenter. Det kan generelt anføres, at det taler for afhængighed, hvis agenten er pålagt meget detaljerede instruktioner af foretagendet, at agenten bærer en lille driftsherrerisiko, og at agenten er pålagt en særlig kontrol med udførelsen af sit arbejde. Desuden taler det for afhængighed, hvis der foreligger et krav om, at agenten i betydeligt omfang skal holde fuldmagtsgiver orienteret, særligt hvis fuldmagtsgiveren skal give sin accept af den måde, hvorpå virksomheden udøves.¹²⁶ Endeligt kan det angives, at jo færre fuldmagtsgivere agenten repræsenterer, des mere afhængig er agenten. De enkelte momenter er ikke i sig selv nødvendigvis afgørende. Alle faktiske omstændigheder skal således tages i betragtning ved afgørelsen.

2) Handler inden for rammerne af sin sædvanlige erhvervsvirksomhed

Vurderingen af hvad *sædvanlig erhvervsvirksomhed* udgør, kan foretages efter et objektivt eller subjektivt kriterie. Efter det objektive kriterie bedømmes det konkrete arbejde, der udføres på vegne af foretagendet, ud fra hvad en tilsvarende agent i en tilsvarende branche sædvanligvis vil udføre. Efter det subjektive kriterie vurderes hvorvidt det udførte arbejde for den ikke-hjemmehørende virksomhed, svarer til det arbejde, som agenten sædvanligvis udfører.¹²⁷ Det følger af pkt. 38.8 i kommentarerne til art. 5, stk. 6, at der som udgangspunkt anlægges en objektiv bedømmelse, idet der ved afgørelsen særligt lægges vægt på "*den forretningsvirksomhed, der sædvanligvis udøves i agentens virksomhed som mægler, kommissionær eller anden uafhængig repræsentant frem for anden forretningsvirksomhed, der udøves af agenten.*" I TfS 1996.532 H blev det imidlertid lagt til grund, at der både skal foretages en objektiv og subjektiv test.

¹²⁶ Jf. pkt. 38.5 i kommentarerne til art. 5, stk. 6, i OECD's Modeloverenskomst, 2014

¹²⁷ Laursen, 2011, s. 266-267

3.4. Lovforslag L237

Den 26. februar 2018 fremsatte Skatteministeriet et udkast til Lov om ændring af Selskabsskatteloven og forskellige andre love, med J. nr. 2017 – 1675. Det blev endeligt fremsat den 2. maj 2018 som L237, der har til formål at justere retstilstanden på en række områder inden for erhvervsbeskatning. Som det fremgår af indledningen, har retstilstanden været uklar for hvornår investorer får et fast driftssted ved investering via en dansk kapitalfond. Det fremgår bl.a. af L237, at der justeres i reglerne for, hvornår der udøves erhvervsmæssig virksomhed med fast driftssted i Danmark, med henblik på at skabe klare og enkle regler, så virksomheder ikke pålægges uhensigtsmæssige og utilsigtede økonomiske og administrative byrder.¹²⁸ Det foreslås derfor, at der efter SEL § 2, stk. 6, tilføjes et nyt stykke, således at SEL § 2, stk. 7, affattes som:

”Virksomhed med investering i aktier og erhvervelse af fordringer, gæld og finansielle kontrakter omfattet af kursgevinstloven anses kun for udøvelse af erhverv efter stk. 1, litra a, når der foreligger næringsvirksomhed. Dette gælder dog ikke, såfremt en fysisk eller juridisk person, hvormed selskabet har en forbindelse som omhandlet i ligningslovens § 2, udøver erhvervsvirksomhed i Danmark, og virksomheden som nævnt i 1. pkt. indgår som integreret led heri”.

Det gøres navnlig for at sikre, at danske virksomheder kan rejse den nødvendige kapital, samt være konkurrencedygtige over for andre lande. Ændringen skal ses i lyset af en stigende opmærksomhed fra brancheorganisationer, der mener, at den nuværende administrative praksis på området nødvendiggør, at der laves komplekse strukturer for transparente selskaber her i landet, for at undgå et fast driftssted for investorer, der foretager passive investeringer i Danmark.¹²⁹ Lovforslaget har således til formål at undtage investorer, der investerer via et K/S, fra at få et fast driftssted i Danmark.

Den nye SEL § 2, stk. 7, er opbygget ved først at indeholde en fritagelse til *udøvelse af erhverv*, efter SEL § 2, stk. 1, litra a, for virksomhed med investeringer i aktier og erhvervelse af fordringer, gæld og finansielle kontrakter omfattet af kursgevinstloven (KGL), jf. SEL § 2, stk. 7, 1. pkt. Herefter indeholder bestemmelsen to værnsregler, hvor der ikke er tale om fritagelse. Det gælder ved; 1) *udøvelse af næringsvirksomhed*, jf. 1. pkt., og 2) hvis en fysisk eller juridisk person, som har en forbindelse med selskabet efter LL § 2, udøver erhvervsmæssig i Danmark, hvori investeringsaktiviteter indgår som integreret led heri, jf. 2. pkt.

¹²⁸ Bemærkninger til L237, s. 10

¹²⁹ Bemærkninger til L237, s. 10

3.4.1. Fritagelse efter SEL § 2, stk. 7, 1. pkt.

Indledningsvist henviser SEL § 2, stk. 7, 1. pkt. til, at der skal være tale om *"[v]irksomhed med investering i aktier og erhvervelse af fordringer, gæld og finansielle kontrakter omfattet af kursgevinstloven (...)".* Udgangspunktet er således, at bestemmelsen gælder ved virksomhed med investering i aktier, lige såvel som investeringer, der er omfattet af KGL. Det fremgår af bemærkningerne, at henvisningen til aktier skal forstås som alle former for værdipapirer, der ved afståelsen beskattes efter reglerne i ABL.¹³⁰ Det er således en forudsætning for at være omfattet af bestemmelsen, at der investeres i værdipapirer eller fordringer, gæld og finansielle kontrakter omfattet af KGL.

3.4.2. Første værnsregel, jf. SEL § 2, stk. 7, 1. pkt.

Det følger af SEL § 2, stk. 7, 1. pkt., at der de omtalte investeringsaktiviteter alene vil være tale om udøvelse af erhverv, jf. SEL § 2, stk. 1, litra a, når der foreligger næringsvirksomhed. I nærværende tilfælde, skal vurdering foretages ud fra såvel kapitalfonden samt investoren, idet kapitalfonden vil være oprettet som et transparent K/S. Hvis der foreligger næringsvirksomhed for kapitalfonden, vil det ligeledes være tilfældet for investorerne. Hvorvidt der foreligger næringsvirksomhed, skal afgøres ud fra de almindelige principper.¹³¹

3.4.2.1. Kriterier for næringsvirksomhed

Næringsbegrebet har ikke førhen været defineret i loven, og der foreslås heller ikke en definition i L237. Derfor vil der til vurderingen af, om kapitalfonden eller investoren kan anses for at være næringsdrivende, blive anvendt retspraksis til fortolkning. Generelt fremgår det af retspraksis, at der stilles store krav til såvel fysiske som juridiske personer, førend de kan anses for at drive handelsnæring.¹³² Indledningsvist vil kriterierne for næring blive gennemgået, dernæst vil det blive vurderet hvorvidt henholdsvis kapitalfonden og investorerne kan anses som næringsdrivende.

Der foreligger næring, også omtalt som handelsnæring, når en skattepligtig har som erhverv, herunder ligeledes bierhverv, at drive handel med aktier eller lignede værdipapirer. Næringsdrivende vil være omfattet af ABL § 17, hvilket vil medføre, at avancer og tab skal medregnes i den skattepligtiges indkomst. Det centrale ved bedømmelsen af om der foreligger næring er, at handlen med aktier i sig

¹³⁰ Bemærkninger til L237, s. 30

¹³¹ Bemærkninger til L237, s. 31

¹³² Banner-Voigt et al., 2013, s. 316

selv er formålet med selskabet.¹³³ Såfremt der statueres handelsnæring, gælder det formentlig for alle aktier der handles med, og det vil være op til den skattepligtige at bevise, såfremt nogle af aktierne skal anses som anlægsaktier.¹³⁴ Det følger af den juridiske vejledning, at det centrale for handelsnæring er, at aktier skal være erhvervet med henblik på at opnå gevinst ved videresalg. Til vurderingen heraf, kan omsætningshastigheden af aktierne inddrages. Aktier med høj omstætningshastighed vil i højere grad anses som næringsaktier, end aktier, der ikke omsættes hurtigt. Formålet med aktierne kan ikke alene medføre, at aktierne anses som næringsaktier, hvilket skyldes, at der må være en vis formodning for, at de fleste vil købe aktier med henblik på at opnå en gevinst.¹³⁵ En anden central betingelse for handelsnæring er den uddannelses- og arbejdsmæssige tilknytning til det finansielle marked for den pågældende investor eller kapitalfond. Er denne tilknytning ikke tilstede, synes der i praksis at være en vis tilbageholdenhed med at statuere handelsnæring. Såfremt der er en væsentlig handelsaktivitet, men personen, der udfører handlerne, eksempelvis er revisor uden tilknytning til det finansielle marked, vil det ikke resultere i handelsnæring.¹³⁶ Handlens systematiske karakter kan endvidere inddrages. Her vil særligt blive lagt vægt på størrelsen af beholdningen af værdipapirerne, samt om det er muligt at beholde aktierne som anlægsaktier. Endelig kan et selskabs formål inddrages. Et vedtægtsmæssigt bestemt formål kan dog ikke alene fastslå handelsnæring, men kan indikere handelsnæring. De anførte forhold er ikke udtømmende, og vurderingen af handelsnæring vil altid bero på en konkret vurdering.¹³⁷

3.4.2.2. Er kapitalfonde handelsnæringsdrivende?

I kapitalfonde er det ikke handlen med aktier, der er målet i sig selv. Handlen med aktier er derimod et middel til at føre en langsigtet strategi for værditilvækst, hvilket kan tale for, at der ikke er foreligger handelsnæring. Det betyder, at til trods for, at det væsentligste aktiv for kapitalfonde er aktier, har de ikke som erklæret handelsvej at handle med aktier og andre værdipapirer. Det snævre næringsbegreb medfører, at der stilles høje krav til, at de aktier, der handles, er underlagt en vis systematik, en vis regelmæssighed samt at der sker et betydeligt antal handler om året. For at det er muligt, vil det være nødvendigt, at; 1) aktierne er frit omsættelige, 2) aktierne prissættes hyppigt, 3) aktierne ikke ejes i minimumsperioder, 4) der er tale om mindre aktieposter, og 5) samme aktie kan købes, sælges, genkøbes og sælges igen.¹³⁸ I en kapitalfond holdes aktierne i en minimumsperiode, hvor de ikke er

¹³³ Banner-Voigt et al., 2013, s. 309

¹³⁴ Den juridiske vejledning 2018-1, C.B.2.4

¹³⁵ Banner-Voigt et al., 2013, s. 313

¹³⁶ Banner-Voigt et al., 2013, s. 314

¹³⁷ Den juridiske vejledning 2018-1, C.B.2.4.1.2

¹³⁸ Rasmussen et al., 2002, s. 4

tilgængelige for andre. Desuden ejes en tilpas stor andel, så kapitalfonden kan få indflydelse på driften. Slutteligt vil fondene ikke købe sig ind og ud af investeringerne over flere omgange. På den baggrund, kan det slutes, at en kapitalfond ikke vil kunne anses som værende næringsdrivende med aktier.

Det fremgår endvidere klare af retspraksis, at en kapitalfond ikke er omfattet af næring. Eksempelvis blev det i TfS 2002, 605 LSR statueret, at der ikke var tale om næring. Afgørelsen omhandlede et selskab, hvis eneste aktivitet var erhvervelse af aktier med henblik på udvikling af porteføljevirkomhederne, hvorefter aktierne skulle sælges. Ved selskabets investering i porteføljevirkomhederne betingede de sig indflydelse gennem aktionæroverenskomster samt bestyrelsesposter, men deltog derudover ikke i den daglige drift. I de 4 år, der behandles i afgørelsen, var der sket mellem 8-14 nye investeringer og solgt aktier i mellem 6-13 selskaber årligt efter en ejertid på mellem 8-12 måneder. Til trods for den professionelle tilrettelæggelse af selskabet og omfanget af investeringerne, fandt Landsskatteretten ikke, at selskabets køb og salg af aktier kunne anses for værende handelsnæring efter den dagældende ABL § 3, stk. 1 (nu ABL § 17, stk. 1). Desuden blev det ligeledes statueret, at der ikke var tale om næring for en kapitalfond, i TfS 2006, 741 LSR. Afgørelsen omhandlede en kapitalfond, der var struktureret som et K/S. K/S'et blev af Told- og Skattestyrelsen indledningsvis anset for at være næringsdrivende med aktier i henhold til den dagældende ABL § 3, stk. 1. Styrelsen lagde afgørende vægt på, at de fysiske personer, B, C og D, der ligeledes var deltagere i K/S'et, havde en langvarig og professionel tilknytning til det finansielle marked, og at disse tre personer udgjorde ledelsen og rådgiverfunktionen for K/S'et. Told- og skattestyrelsen lagde endvidere vægt på, at de mente, at der ville blive udført flere handler end de investeringer, der var blevet oplyst om. Landsskatteretten ændrede imidlertid denne afgørelse, således at K/S'et ikke skulle anses som værende næringsdrivende med aktier, på trods af den påtænkte professionelle tilrettelæggelse af K/S'ets investeringsvirksomhed og omfanget af investeringerne, samt B, C og D's professionelle baggrund. Afgørelsen underbygger således, at der skal meget til for at statuere handelsnæring, selvom de ovenfor angivne betingelser, kan anses som værende opfyldt.

Kapitalfonde anses derfor ikke som næringsdrivende. Spørgsmålet er herefter, om investorerne kan anses for næringsdrivende, samt om der kan ske afsmitning af næring på de andre deltagere og kapitalfonden som helhed, hvis investoren er næringsdrivende.

3.4.2.3. Er investorerne i kapitalfonden handelsnæringsdrivende?

Afhandlingen behandler alene udenlandske investorer. Bedømmelsen af deres næringsstatus vil således afhænge af reglerne i det land, hvor den enkelte investor er hjemmehørende. Såfremt en investor anses for næringsdrivende i sit hjemland, vil det medføre, at investoren ikke kan undtages af SEL § 2, stk. 7. Nærværende afhandling behandler alene dansk ret, hvorfor der ikke vil blive taget stilling til, hvornår der foreligger næring i henhold til andre landes interne regler.

Det synes dog problematisk, at en intern regel inddrager en udenlandsk investors aktivitet i et andet land, som grundlag for, om investoren kan undtages fra *udøvelse af erhverv*, jf. SEL § 2, stk. 1, litra a, i Danmark. Det skyldes, at bestemmelsen således ikke alene afhænger af interne regler, men ligeledes af et andet lands regler, hvilket kan medføre retsusikkerhed for den enkelte investor. Det synes derfor mere hensigtsmæssigt, at vurderingen foretages ud fra kapitalfonden og ikke den enkelte investor.

Dernæst er spørgsmålet, hvorvidt der kan ske afsmitning af næring, dvs. hvis det forhold, at én investor er næringsdrivende, medfører, at de andre investorer i kapitalfonden og kapitalfonden som helhed ligeledes anses som næringsdrivende. For at investorens næringsstatus kan have afsmittende virkning, vil det formentlig forudsætte, at den pågældende deltager har en væsentlig ejerandel af selskabet, samt at denne har en vis grad af indflydelse på investeringsbeslutningerne.¹³⁹ Praksis synes dog at statuere, at der ikke kan ske afsmitning.¹⁴⁰ Synpunktet er ligeledes underbygget af, at det i bemærkningerne til L237 fremgår; *"ved investeringer gennem en transparent enhed vil der derfor kunne foreligge næring for nogle deltagere og anlægsinvesteringer for andre deltagere (...)".* Det kan derfor konkluderes, at én investors status som næringsdrivende, ikke kan få en afsmittende effekt på de andre investorer.

3.4.3. Anden værnsregel, jf. SEL § 7, stk. 2, 2. pkt.

Idet en kapitalfond ikke er næringsdrivende, og såfremt en investor heller ikke er næringsdrivende, bliver spørgsmålet, om den udenlandske passive investor vil blive omfattet af bestemmelsens anden værnsregel, der er fastsat i 2. pkt. Heraf fremgår det:

"Dette gælder dog ikke, såfremt en fysisk eller juridisk person, hvormed selskabet har en forbindelse som omhandlet i ligningslovens § 2, udøver erhvervsvirksomhed i Danmark, og virksomheden som nævnt i 1. pkt. indgår som integreret led heri"

¹³⁹ SKM.2007.119.SR

¹⁴⁰ SKM.2002.473.LR

Ud fra bestemmelsen synes der at kunne opstilles to kumulative betingelser; 1) såfremt en fysisk eller juridisk person, hvormed selskabet har en forbindelse som omhandlet i LL § 2, udøver erhvervsvirksomhed i Danmark, og 2) virksomheden som nævnt i 1. pkt. indgår som et integreret led heri. Det betyder, at såfremt investoren alene opfylder én af de kumulative betingelser, vil investoren ikke falder under værnsreglen.

I bemærkningerne fremgår det, at Lovgiver med værnsreglen ønsker at undgå de situationer, hvor investoren opsplitter aktiviteter, der naturligt må anses som led i en samlet virksomhed. Det medfører, at formålet med værnsreglen er, at fritagelsen ikke finder anvendelse, såfremt en udenlandsk investor eller hermed forbundne selskaber udøver nogen form for erhvervsvirksomhed i Danmark, hvor investeringsaktiviteter indgår som en integreret del af.¹⁴¹

3.4.3.1. Første betingelse

I henhold til bemærkningerne til L237, må henvisningen til *"fysisk eller juridisk person"* i første betingelse, skulle forstås som en henvisning til et med den udenlandske passive investor beslægtet selskab, person, fond eller trust. Hvorvidt de er beslægtet, afhænger af, om der er en forbindelse, som omhandlet i LL § 2. Det skal derfor undersøges, hvornår der er en forbindelse, som omhandlet i LL § 2. Indledningsvis skal det blot bemærkes, at eksempelvis porteføljeselskaberne per definition vil udøve erhvervsvirksomhed.

3.4.3.1.1. Hvornår er der en forbindelse som omhandlet i Ligningsloven § 2?

Bestemmelsen i LL § 2 vedrører overordnet transfer pricing og det såkaldte armslængdeprincip, der skal anvendes af interesseforbundne parter. Det relevante i denne sammenhæng er definitionen af, hvornår parter kan anses som koncernforbundne. Bestemmelsens stk. 1, nr. 1-6, fastsætter, hvilke interesseforbundne parter, der er omfattet af bestemmelsen. Bestemmelsen er desuden suppleret af definitionerne i stk. 2-4, herunder definitionen af bestemmende indflydelse i LL § 2, stk. 2, og definitionen af koncernforbundne juridiske personer i LL § 2, stk. 3.

LL § 2, stk. 3, definerer, hvad der skal forstås ved koncernforbundne selskaber. Bestemmelsen fastslår, at juridiske personer anses for koncernforbundne, når; 1) samme kreds af selskabsdeltagere har bestemmende indflydelse, eller 2) der er fælles ledelse.

¹⁴¹ Bemærkninger til L237, s. 13

LL § 2, stk. 2, definerer, hvad der skal forstås ved bestemmende indflydelse. Udgangspunktet er, at der ved bestemmende indflydelse forstås ejerskab eller rådighed over stemmerettigheder, således at der direkte eller indirekte ejes mere end 50% af aktiekapitalen eller rådes over mere end 50% af stemmerne. Det fremgår af LL § 2, stk. 2, 2. pkt., at *"ved bedømmelsen af, (...) om der udøves bestemmende indflydelse over den skattepligtige af en juridisk eller fysisk person, medregnes aktier og stemmerettigheder, som indehaves af koncernforbundne selskaber, jf. stk. 3 (...)".* Dvs. når én fysisk eller juridisk person ejer mere end 50% eller råder over mere end 50% af stemmerettighederne i det pågældende selskab, vil der være tale om bestemmende indflydelse, og personen vil således være koncernforbundet med selskabet. Det vil ikke være muligt at undgå bestemmelsen ved blot at indskyde et mellemholdingselskab, jf. ordlyden *"direkte eller indirekte ejes mere end 50%"* i LL § 2, stk. 2, 1. pkt.

Spørgsmålet er herefter hvorvidt der er tale om bestemmende indflydelse, hvis én fysisk eller juridisk person ikke selv ejer mere end 50% af eller råder over mere end 50% af stemmerettighederne i selskabet, men opnår det sammen med en eller flere andre fysiske eller juridiske personer, som følge af en aftale. Det følger af LL § 2, stk. 2, 3. pkt.: *"Tilsvarende medregnes ejerandele og stemmerettigheder, som indehaves af andre selskabsdeltagere, med hvem selskabsdeltageren har en aftale om udøvelse af fælles bestemmende indflydelse".* Det fremgår af bemærkningerne til lov nr. 308 af 19. april 2016 (L116), at bestemmelsen alene vil finde anvendelse, når der foreligger en aftale om udøvelse af fælles bestemmende indflydelse. LL § 2, stk. 2, 3. pkt., medfører alene, at selskabsdeltagerene anses for sammen at have bestemmende indflydelse i det fællesejede selskab, og ikke at de anses for at være indbyrdes koncernforbundne.¹⁴² Spørgsmålet bliver herefter, hvornår selskabsdeltagerne har en *"aftale om udøvelse af fælles bestemmende indflydelse"*. Af bemærkningerne til L116 fremgår det, at det altid vil bero på en konkret vurdering, om der foreligger en aftale om fælles bestemmende indflydelse mellem to eller flere fysiske eller juridiske personer. Til bedømmelsen heraf, kan der bl.a. indgå følgende momenter; 1) fælles rådden over flertallet af stemmerne, 2) fælles udnævnelse eller afsættelse af et flertal af medlemmerne i selskabets øverste ledelsesorgan, eller 3) fælles bestemmende indflydelse over selskabets finansielle og driftsmæssige ledelse. I bemærkningerne til L116 ligges der op til en bred fortolkning af *"fælles bestemmende indflydelse"*. Det skal dog bemærkes, at en aktionæroverenskomst¹⁴³ ikke vil være tilstrækkelig, til at fastslå fælles bestemmende

¹⁴² Bundgaard, 2006, s. 11

¹⁴³ En aktionæroverenskomst, også kaldet en ejerftale, er defineret i kildeskatteloven § 5, nr. 6, som en *"aftale, der regulerer ejer- og ledelsesforhold i selskabet og som er indgået mellem kapitalejerne"*

indflydelse.¹⁴⁴ Imidlertid vil investorer, der fortager en fælles investering, ofte aftale fælles bestemmende indflydelse.

Det kan således slutes, at en fysisk eller juridisk person vil være omfattet af LL § 2, såfremt denne alene, direkte eller indirekte, ejer mere end 50% af ejerandelene eller råder over mere end 50% af stemmerettighederne i det pågældende selskab. Desuden gælder det, hvis den pågældende sammen med andre fysiske eller juridiske personer, på baggrund af en aftale om fælles bestemmende indflydelse, ejer mere end 50% af ejerandelene eller råder over mere end 50% af stemmerettighederne.

Det skal i øvrigt bemærkes, at LL § 2, finder anvendelse på K/S'er, idet de falder under betegnelsen "juridisk person", jf. LL § 2, stk. 1, 2. pkt. Det medfører, at investorerne i K/S'et ligeledes kan blive koncernforbundet med porteføljeselskaberne, såfremt ovenstående er opfyldt, idet investorerne fremgår som en samlet enhed i K/S'et.

3.4.3.2. Anden betingelse

Det synes uklart, hvad der skal forstås med, at virksomheden som nævnt i 1. pkt., "*indgår som integreret led heri*". Det må indledningsvis anføres, at der med "*virksomhed som nævnt i 1. pkt.*", må skulle forstås "*virksomhed med investering i aktier og erhvervelse af fordringer, gæld og finansielle kontrakter omfattet af kursgevinstloven*". I henhold til bemærkningerne til L237 følger det ligeledes, at det er de investeringsaktiviteter, der foretages via en dansk kapitalfond, der skal indgå som et integreret led i den her i landet udøvede erhvervsvirksomhed.¹⁴⁵ Det fremgår endvidere, at kravet om at investeringsaktiviteterne skal være et integreret led i den her i landet udøvede erhvervsvirksomhed, betyder, at der skal være en direkte forbindelse mellem aktiviteterne.¹⁴⁶ Som eksempel herpå, anføres det i bemærkningerne til L237, at det ikke vil kunne begrunde anvendelse af værnsreglen, hvis et udenlandsk datterselskab til en udenlandsk bank, der som led i sin investeringsvirksomhed erhverver aktier i et dansk driftsselskab, som har et dansk finansieringsselskab, der udøver en uafhængig factoring-virksomhed, og herigennem erhverver det koncernforbundne danske driftsselskabs udestående fordringer.¹⁴⁷

¹⁴⁴ Bemærkninger til L(116) samt Falk, 2006, s. 2

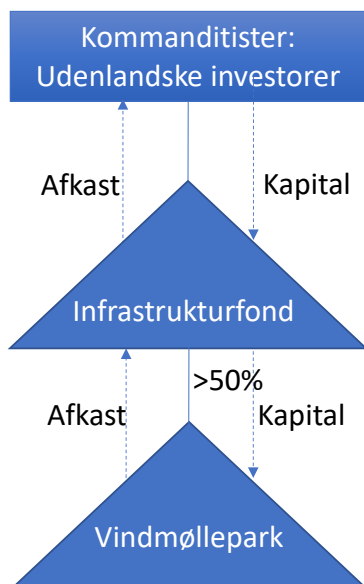
¹⁴⁵ Bemærkninger til L237, s. 31

¹⁴⁶ Bemærkninger til L237, s. 32

¹⁴⁷ Bemærkninger til L237, s. 34

Lovgiver har anført, at formålet med værnsreglen er, at; *"sikre, at det ikke er muligt at foretage en opsplitning på flere selskaber, således at nogle aktiviteter kunstigt placeres i et særskilt selskab (...)".*¹⁴⁸ Det vurderes derfor, at lovgiver søger at afdække de situationer, hvor en udenlandsk investor har en virksomhed i Danmark, der lige såvel kunne foretage en sådan investering, og at investeringen alene er foretaget fra et andet land, for at undgå at få et fast driftssted i Danmark. Lovgiver angiver i bemærkningerne til L237, som eksempel på hvornår værnsreglen finder anvendelse, at det kan være tilfældet, når en udenlandsk aktionær i et dansk driftsselskab foretager udlån til kunderne i det danske driftsselskab. Dermed vil aktionæren reelt set løbende finansierer kundernes køb hos det danske driftsselskab, hvilket medfører, at kunderne reelt set køber på kredit, men at kreditrisikoen ligger hos den udenlandske investor, som derfor er direkte økonomisk involveret i den erhvervsmæssige drift i det danske driftsselskab.¹⁴⁹

Det antages derfor, at værnsreglen formentlig vil finde anvendelse, hvis en udenlandsk pensionskasse, der investerer via en dansk kapitalfond, har en dansk filial, hvormed den er forbundet efter LL § 2, og denne danske filial ligeledes foretager investering i værdipapirer. I så fald er der tale om en juridisk person, hvormed selskabet har en forbindelse som omhandlet i LL § 2, der udøver erhvervsvirksomhed i Danmark, og hvor investeringsaktiviteter indgår som integreret led heri.



Figur 4: Infrastrukturfond

Kilde: Egen tilblivelse

Det antages ligeledes, at værnsreglen formentlig vil finde anvendelse, hvis investorer investerer via en dansk infrastrukturfond, oprettet som et K/S, der investerer direkte i infrastruktur-aktiviteter. Den danske infrastrukturfond kunne eksempelvis investere direkte i en dansk vindmøllepark, som illustreret i figur 4. Idet K/S'et er transparent, vil investorerne således have direkte ejerskab i vindmølleparken. Hvis kapitalfonden enten alene eller sammen med en række andre investorer, ejer mere end 50%, vil der være en forbindelse hermed som omhandlet i LL § 2. Desuden vil der i vindmølleparken blive udøvet erhvervsvirksomhed i Danmark. Endvidere vil investeringsaktiviteterne indgå som et integreret led heri, da K/S'et investerer direkte i vindmølleparken.

¹⁴⁸ Bemærkninger til L237, s. 31

¹⁴⁹ Bemærkninger til L237, s. 32

I de to eksempler gennemgået ovenfor, vil investorerne således formentlig være omfattet af værnreglen, og vil således ikke være fritaget fra udøvelse af erhverv, jf. SEL § 2, stk. 1, litra a. Vurderingen af hvorvidt den passive investering via en dansk kapitalfond medfører et fast driftssted, for henholdsvis pensionskassen med en dansk filial, og for investorerne, der investerer i en infrastrukturfond i henhold til ovenfor angivne struktur, vil derfor formentlig skulle foretages efter gældende ret.

3.4.4. Sammenfatning

I § 1, nr. 3, i L237, indeholder den foreslåede SEL § 2, stk. 7, en fritagelse for udenlandske passive investorer fra at udøve erhverv, jf. SEL § 2, stk. 1, litra a. Hertil er der to værnregler. Investorerne falder ikke under fritagelsen, hvis; 1) de er næringsdrivende, samt 2) en fysisk eller juridisk person, hvormed selskabet har en forbindelse som omhandlet i LL § 2, udøver erhvervsvirksomhed i Danmark, og virksomheden som nævnt i 1. pkt. indgår som et integreret led heri. I langt de fleste tilfælde, vil SEL § 2, stk. 7, undtage udenlandske passive investorer fra at få et fast driftssted i Danmark. Imidlertid vil det ikke være tilfældet, hvis den udenlandske investor er næringsdrivende, hvortil vi finder det problematisk, at vurderingen heraf vil skulle foretages efter et andet lands regler. Dernæst vil det formentlig heller ikke være tilfældet, hvis en udenlandsk investor har en dansk filial, som den er koncernforbundet med efter LL § 2, og som udøver virksomhed, hvori investeringsaktiviteter indgår som et integreret led. Det vil formentlig heller ikke finde anvendelse, hvis der er tale om en infrastrukturfond, som investerer direkte i eksempelvis en vindmøllepark. I de tilfælde, hvor fritagelsen ikke finder anvendelse, vil vurderingen af hvorvidt investorerne får et fast driftssted ved investering via en dansk kapitalfond skulle foretages efter gældende ret.

3.5. Fast driftssted efter gældende ret

Analysen af, hvordan investorerne undgår at få et fast driftssted efter gældende ret vil, i henhold til den almindelige metodik, først blive undersøgt efter det primære kriterium, jf. art. 5, stk. 1 og 2, og derefter efter agentreglen, jf. art. 5, stk. 5, sammenholdt med art. 5, stk. 6. Analysen tager udgangspunkt i den kapitalfondsstruktur, som følger af figur 1. Hvis strukturen i den anvendte administrative praksis i analysen adskiller sig væsentligt fra strukturen i figur 1, vil det blive angivet i nedenstående analyse. Den administrative praksis omhandler generelt hvorvidt investorerne vil få et fast driftssted i Danmark, som følge af investering via en dansk kapitalfond, hvor managementselskabet i de fleste tilfælde har bedt om at få et bindende svar på vegne af kapitalfonden som helhed.

3.5.1. Prøvelse på investor- eller K/S-niveau

Da et K/S er skattetransparent, og således ikke er et skattesubjekt, er det vigtigt at klarlægge, hvorvidt vurderingen af, om der foreligger et fast driftssted, skal ske på investor- eller K/S-niveau. Såfremt vurderingen skal foretages ud fra investorerne, skal der laves en individuel analyse af fast driftssted for hver investor. Hvis vurderingen derimod skal foretages på K/S-niveau, vil et fast driftssted for selskabet betyde, at alle investorerne vil have et fast driftssted.

Denne vurdering skal foretages ud fra definitionen af et fast driftssted, jf. art. 5 i OECD's modeloverenskomst, som inkluderer *"et forretningssted, hvor et foretagendes virksomhed helt eller delvis udøves"*. I den forbindelse bliver spørgsmålet således, om K/S'et falder under udtrykket *"foretagende"* i relation til art. 5. Udtrykket *"foretagende"* er defineret i art. 3, stk. 1, litra c, som udøvelsen af enhver forretningsmæssig virksomhed. I punkt 4 i kommentarerne til art. 3, fremgår det, at udtrykket *"foretagende"* altid er blevet fortolket internretligt, og at definitionen heraf i art. 3 ikke er udtømmende. Udtrykket skal således fortolkes internretligt.

I SKM2013.899.SR tog Skatterådet stilling til, hvorvidt udtrykket *"foretagende"* i den konkrete sag refererede til kapitalfonden eller de enkelte investorer. Herom blev det fremført, at *"SKAT mener, at K/S'et i relation til art. 5 og vurderingen af fast driftssted skal forstås som "et foretagende" (...) Det er med andre ord SKATS opfattelse, at et foretagende i denne sag er A K/S"*. Skatterådet slog derfor fast, at udtrykket skulle vurderes ud fra K/S'et.¹⁵⁰ I den forbindelse bliver det afgørende således, om K/S'et har et fast driftssted.

Det fremføres desuden af Niels Winther-Sørensen, m.fl., at man ved vurderingen af den enkelte selskabsdeltager i et personselskab, som udgangspunkt må gøre brug af en fiktion om, at personselskabet er et selvstændigt skattesubjekt.¹⁵¹ Såfremt personselskabet opfylder betingelserne for et fast driftssted, må hver deltager således blive anset for at have et fast driftssted med hensyn til deres andel af fortjenesten, der er erhvervet af personselskabet.¹⁵² Det antages ligeledes at gælde i forhold til passive selskabsdeltagere.¹⁵³

¹⁵⁰ Det forekommer korrekt, jf. Heinrichsen, 2016

¹⁵¹ Winther-Sørensen et al., 2013, s. 488

¹⁵² Jf. forudsætningsvis pkt. 19.1 i kommentarerne til art. 5, stk. 3, i OECD's Modeloverenskomst, 2014

¹⁵³ Skaar, 1991, s. 168

Såfremt K/S'et opfylder betingelserne for fast driftssted, og dermed begrænset skattepligt, jf. SEL § 2, stk. 1, litra a, medfører det at alle deltagerne i K/S'et, investorerne, ligeledes anses for at have et fast driftssted. Det vil således blive lagt til grund i den juridiske analyse.

3.5.2. Fast driftssted efter det primære kriterium, jf. art. 5, stk. 1 og 2

Efter det primære kriterium, skal tre betingelser være opfyldt, for at der er tale om et fast driftssted: 1) Der skal være et forretningssted, 2) som skal være fast, 3) hvorigennem foretagendets virksomhed helt eller delvis udøves.¹⁵⁴ De første to betingelser under det primære kriterium vil i analysen blive behandlet under ét, idet de to betingelser er stærkt integreret. Dernæst følger en analyse af den tredje betingelse.

3.5.2.1. Fast forretningssted

I den administrative praksis har nogle af de afgørende momenter for, om der foreligger et fast forretningssted for investorerne, været; c/o adresse, generalforsamlingens afholdelse, personsammenfald i henholdsvis ledelsen af og ejerskabet i managementselskabet og komplementaren, samt medinvestering fra managementselskabet. I det følgende vil det således blive analyseret, om én af disse fire momenter kan resultere i, at der eksisterer et fast forretningssted for investorerne.

3.5.2.1.1. C/o adresse

For så vidt angår K/S'et og komplementaren, er der ingen lokaler til rådighed for disse enheder, men blot en c/o adresse hos et advokatkontor. I henhold til afsnit 3.3.2.1., er en c/o adresse hos et advokatkontor eller lignende ikke tilstrækkeligt til at statuere et forretningssted. Udgangspunktet vil således være, at hverken K/S'et eller komplementaren vil have rådighed over et forretningssted.

3.5.2.1.2. Stedet for generalforsamlingens afholdelse

Spørgsmålet er herefter, om investorerne på anden måde har rådighed over et andet forretningssted i Danmark. Det skal i den forbindelse erindres, at et forretningssted bl.a. dækker over *"alle lokaler, indretninger eller installationer, der benyttes til at udøve foretagendets virksomhed, hvad enten de udelukkende bruges til dette formål eller ej."*¹⁵⁵ Som anført i afsnit 2.3.5., vil managementselskabet være

¹⁵⁴ Se afsnit 3.3.2. om det primære kriterium

¹⁵⁵ Jf. pkt. 4 i kommentarerne til art. 5, stk. 1, i OECD's Modeloverenskomst, 2014

en porteføljeforvalter, der udbyder porteføljeforvaltning til kapitalfonde, og som i øvrigt har lokaler og ansatte i Danmark. Managementselskabet har således et forretningssted til udførsel af sin virksomhed.

I SKM2013.899.SR indstillede SKAT til, at det forhold, at generalforsamlingen i K/S'et fast blev afholdt på managementselskabets adresse, i sig selv bevirkede, at K/S'et havde et fast forretningssted. I sagen havde managementselskabet spurgt, om Skatterådet kunne bekræfte, at udenlandske kommanditister i A K/S (kapitalfonden) ikke vil have fast driftssted i Danmark efter SEL § 2, stk. 1, litra a. Strukturen i kapitalfonden mindede om den i figur 1, bortset fra at K/S'et ville blive registreret med c/o-adresse hos managementselskabet, at komplementaren ville været et ApS, der indirekte var ejet af managementselskabet, og at bestyrelsen bestod af partnere i managementselskabet. I afgørelsen fremgik det, at K/S'ets eneste aktivitet i Danmark ville være afholdelse af en årlig generalforsamling. Det følger implicit af afgørelsen, at hvis generalforsamlingerne blev afholdt på forskellige steder, ville det ikke medføre et fast driftssted.¹⁵⁶

I litteraturen er der imidlertid stillet spørgsmålstejn ved, om det forhold at generalforsamlingen afholdes det samme sted, automatisk medfører, at der er tale om et fast forretningssted. Det kan udfordres for så vidt angår *fasthed i tid* samt *dispositionskravet*.

Skatterådet ændrede med afgørelsen i SKM2013.899.SR sin praksis vedrørende den faktiske og retlige dispositionsret over et fast forretningssted.¹⁵⁷ Det følger af pkt. 4 i kommentarerne til art. 5 i modeloverenskomsten, at der er et krav om, at lokaler eller dele deraf, der er stillet til rådighed af et andet foretagende, skal være *til stadig anvendelse*, for at udgøre et fast forretningssted. Ved afholdelse af én årlig generalforsamling i managementselskabets lokaler, vil kapitalfonden ikke have dispositionsret herover, og det ville ikke være anderledes, end hvis man én gang om året lejede sig ind i det samme konferencelokale.¹⁵⁸ Kravet om dispositionsret vil således formentlig ikke være opfyldt. Endvidere vil kravet om, at tilstedeværelsen ikke blot må være af midlertidig karakter, jf. pkt. 6 i kommentarerne til art. 5 i modeloverenskomsten, ikke være opfyldt. Det er om problemstillingen fremført af Anders Laursen i hans ph.d.-afhandling om fast driftssted, at "(...) selv hvis de lokaliteter, hvorpå generalforsamlingerne påtænkes afholdt, havde udgjort en kommerciel og geografisk helhed,

¹⁵⁶ Wittendorff, 2014 s. 2

¹⁵⁷ Administrativ praksis havde indtil afgørelsen i SKM2013.899.SR været, at udenlandske investorer i danske kapitalfonde ikke blev undergivet dansk begrænset skattepligt, idet hverken K/S'et eller komplementarselskabet havde faktisk eller retlig dispositionsret til et fast forretningssted, jf. SKM2001.493.LR (TfS 2002.15), SKM2010.257.SR (TfS 2010.556), SKM2010.318.SR (TfS 2010.605), SKM2012.190.SR (TfS 2010.297), SKM2012.425.SR (TfS 2012.504) og SKM2012.676.SR (TfS 2012.808).

¹⁵⁸ Wittendorff, 2014, s. 2

havde den tidsmæssige udstrækning næppe alligevel tilfredsstillet kravet om fasthed i tid."¹⁵⁹ Kravet om "fasthed i tid" vil således formentlig heller ikke være opfyldt.

Selvom rigtigheden heraf kan diskuteres, kan det ikke desto mindre slutes, at afholdelse af kapitalfondens generalforsamling på den samme lokalitet, eksempelvis i managementselskabets lokaler, vil medføre et fast forretningssted for kapitalfonden, jf. SKM2013.899.SR.

3.5.2.1.3. Personsammenfald i beslutningskompetencen

I SKM2013.899.SR blev det videre fremført, at såfremt generalforsamlingen ikke blev afholdt på managementselskabets adresse, og dermed udgjorde et fast forretningssted, skulle øvrige forhold vedrørende K/S'et overvejes. I den konkrete sag, var det bestyrelsen i komplementarselskabet, der traf afgørelse om at godkende eller afvise en investeringsbeslutning. Bestyrelsen i komplementarselskabet bestod af partnerne i managementselskabet, og forventede at afholde sine møder i managementselskabets lokaler. Beslutningskompetencen i K/S'et, som var tillagt komplementaren, blev derfor reelt foretaget af de personer, som ligeledes var partnere i managementselskabet. Komplementaren udgør ledelsen i K/S'et. Ledelsen i et foretagende kan udgøre et forretningssted, hvis det har rådighed over et fast sted. I det pågældende tilfælde havde komplementaren isoleret set ikke rådighed over et fast sted. Skatterådet lagde dog vægt på, at idet der var sammenfald mellem beslutningstagerne i komplementaren og managementselskabet, kunne man identificere komplementaren med managementselskabet, hvilket således "skabte" et forretningssted for kapitalfonden i managementselskabets kontorlokaler.

Det blev i en senere afgørelse (SKM2014.632.SR) bemærket, at det var et væsentligt moment, at beslutningskompetencen var tildelt bestyrelsen i komplementaren, som bestod af uafhængige medlemmer, der ikke var tilknyttet managementselskabet eller ejerne heraf. Det fremgik af afgørelsen, at *"[d]et er en afgørende forskel i forhold til SKM2013.899.SR [TfS 2014, 46 SR], hvor der ikke var ledelses- og styringsmæssig adskillelse mellem kommanditselskabet og managementselskabet, da strukturen i SKM2013.899.SR var kendetegnet ved personsammenfald i de forskellige enheder i strukturen"*. Det bør derfor være tilstrækkeligt, til at anse ledelsen i komplementaren som uafhængig, at der ikke er personsammenfald mellem komplementarens ledelse og managementselskabets ledelse og ejere. I litteraturen er det imidlertid fremført, at det syntes vidtgående at stille som krav, at komplementarselskabets ledelse ikke må være tilknyttet managementselskabets ejere, idet ejerne af

¹⁵⁹ Laursen, 2011, s. 102-103

managementselskabet som udgangspunkt ikke forestår ledelsen i managementselskabet – medmindre der er personsammenfald heri.¹⁶⁰

Ikke desto mindre kan det sluttes, at man bør undgå personsammenfald mellem *ledelsen* i komplementaren og ledelsen i og ejerne af managementselskabet, såfremt beslutningskompetencen i K/S'et er tillagt komplementaren, hvilket den formentlig vil være.

3.5.2.1.4. *Personsammenfald i ejerkredsen*

I SKM2015.56.SR blev der statueret et fast forretningssted efter det primære kriterium. Skatterådet skærpede i afgørelsen sin praksis, idet ejerne af managementselskabet tillige ikke må indgå i *ejerkredsen* af komplementarselskabet. I SKM2015.56.SR stod managementselskabet for rådgivning af K/S'et. Managementselskabet var et udenlandsk selskab, der påtænkte at etablere et dansk datterselskab til at yde rådgivning, fremsætte køb- og salgsanbefalinger, samt overvåge investering m.v. på vegne af K/S'et. Beslutningskompetencen vedrørende K/S'ets investeringer var uddelegeret til direktionen i komplementaren. I afgørelsen af hvorvidt det nyetablerede danske managementselskab ville resultere i, at investorerne ikke blev skattepligtige til Danmark, blev spørgsmålet besvaret benægtende. K/S'et blev således anset til at have rådighed over et forretningssted igennem managementselskabets lokaler. Det var SKATs opfattelse, at partnerne i managementselskabet reelt stod for ledelsen i K/S'et, idet partnerne ligeledes ejede komplementaren. Det var således ejerne af komplementarselskabet – og ikke ledelsen af komplementarselskabet – der blev anset til reelt at lede komplementarselskabet, og dermed også K/S'et. Det var opfattelsen, til trods for at komplementarens ledelse bestod af uafhængige medlemmer. Det resulterede i henhold til SKAT i, at K/S'et fik rådighed over managementselskabets lokaler, idet ejerne af komplementaren ligeledes var ejere af managementselskabet.

Afgørelsen er blevet kritiseret i litteraturen for ikke nærmere at begrunde hvorfor SKAT anså ejerne og ikke ledelse af komplementarselskabet, til at stå for ledelsen heraf. Det blev i SU 2015, 279, fremført, at der ikke synes at være belæg for at statuere, at ejerne skatteretligt anses for at lede selskabet, hvis selskabet er 100% kontrolleret af sin ejerkreds.¹⁶¹ Til sammenligning kan det fremføres, at aktiebesiddelsen som udgangspunkt heller ikke er afgørende i henhold til vurderingen af eksempelvis ledelsens sæde. Det fremgår af forarbejderne til SEL § 1, stk. 6: "*Beslutninger, der*

¹⁶⁰ Nørreremark et al. 2015, s. 1

¹⁶¹ Nørreremark et al., 2015, s. 2

*almindeligvis træffes på generalforsamlingsniveau, er som udgangspunkt ikke afgørende for, om selskabet kan anses for hjemmehørende her i landet. Aktiebesiddelse vil derfor som udgangspunkt ikke være afgørende for vurderingen.*¹⁶² Rigtigheden af SKATs afgørelse kan således diskuteres.

Ikke desto mindre kan det sluttes, at det bør undgås, at der er sammenfald i ejerkredsen af managementselskabet og komplementaren, for at undgå at få et fast driftssted.

3.5.2.1.5. Medinvestering

Som angivet i afsnit 2.3.4., vil managementselskabet foretage en medinvestering i porteføljeselskaberne parallelt med kapitalfonden. Det er i langt de fleste tilfælde et grundlæggende investorkrav kendt fra porteføljeforvaltningsaftaler, hvor managementselskabet derved over for investorerne garanterer, at de har del i den risiko, der er forbundet med investeringerne.

I SKM2013.899.SR foretog partnerne i managementselskabet en medinvestering direkte i K/S'et, hvilket SKAT tillagde en afgørende betydning, idet der således var medejerskab i K/S'et hos partnerne. Medejerskabet skulle vurderes i sammenhæng med managementselskabets og partnernes rolle i forhold til hele strukturen omkring K/S'et i øvrigt. På den baggrund mente SKAT, at betingelsen om et fast forretningssted var opfyldt. Der var således tale om en praksisændring, idet medinvestering ikke blev tillagt betydning i eksempelvis SKM2010.318.SR.¹⁶³

I SKM2013.899.SR henviser spørger (managementselskabet) til afgørelsen i TfS 1996, 532 H, som udtryk for, at Højesteret allerede har taget stilling til betydningen af medejerskab. TfS 1996, 532 H omhandlede en i Schweiz bosat person, som var kommanditist i et dansk K/S, der havde udlejningsejendomme. Ejendommene blev administreret af danske advokater, hvoraf den ene også var medejer af K/S'et. Spørgsmålet var, om den i Schweiz bosatte person, var begrænset skattepligtig til Danmark af renteindtægter fra henlæggelser til en investeringsfond, som følge af, at en dansk kommanditist administrerede K/S'et fra sit kontor i Danmark. Højesteret behandlede kun sagen efter agentreglen, hvor de mente, at det ikke kunne tillægges betydning, at den ene advokat var medejer i ejendommene. Dommen kan således læses som udtryk for, at en medinvestering fra en rådgiver ikke medfører et fast driftssted i Danmark via rådgiverens fysiske forretningssted i Danmark. Det bør derfor kunne lægges til grund, at Højesteret ikke mener, at der var et fast driftssted efter hovedreglen,

¹⁶² Bemærkninger til L35

¹⁶³ Wittendorff, 2014

da agentreglen er et sekundært kriterium, der udelukkende skal tages i betragtning, hvis det primære kriterium ikke finder anvendelse. Det er et almindeligt fortolkningsprincip, som er fast forankret i såvel dansk som international retspraksis. Imidlertid fremfører SKAT i SKM2013.899.SR, at dommen ikke kan læses som udtryk for, at medinvestering fra rådgivers side ikke vil have betydning for vurderingen af, hvorvidt der er fast driftssted for investorerne i K/S'et efter det primære kriterium. På baggrund af ovenstående, må det anses som værende fortolkningen af TfS 1996, 532 H, i SKM2013.899.SR, anses som forkert, hvilket ligeledes senere hen blev fremført af spørger i SKM2014.632.SR.¹⁶⁴

Imidlertid har skatterådet på ny ændret sin praksis i senere afgørelser, hvor det er kommet frem, at en medinvestering ikke i sig selv nødvendigvis er afgørende. Der var eksempelvis i SKM2015.277.SR tale om en medinvestering direkte i K/S'et i form af 1% af total commitment, uden at det udløste et fast driftssted for investorerne. I bl.a. SKM2017.13.SR og SKM2017.14.SR henvises der i øvrigt til, at det forudsætningsvis er anerkendt i SKM2014.632.SR, at medinvestering kan ske, uden at det isoleret set medfører et fast driftssted for investorerne i kapitalfonden efter hovedreglen.

Det kan således konkluderes, at medinvestering ikke bør have en afgørende betydning for at statuere et fast driftssted efter hovedreglen. For at undgå at få et fast driftssted, kan medinvesteringen fra managementselskabet med fordel gøres parallelt med kapitalfonden i et separat K/S fremfor via kapitalfonden.

3.5.2.2. Virksomhedsudøvelse

Hvis der ikke er et fast forretningssted, som det oven for er gennemgået hvordan man undgår, er det ikke relevant at behandle hvorvidt der sker virksomhedsudøvelse. Uanset vil det i teoretisk øjemed blive vurderet, hvornår der er tale om virksomhedsudøvelse, hvis kapitalfonden i en hypotetisk situation har et fast forretningssted.

Det kan indledningsvis bemærkes, at der klart vil være tale om erhvervsudøvelse, hvis kapitalfonden udøver næringsvirksomhed.¹⁶⁵ En kapitalfond vil dog ikke blive anset som handelsnæringsdrivende, som gennemgået ovenfor i afsnit 3.4.2.2. Spørgsmålet er således, om det faktum, at der ikke er tale om næringsvirksomhed, alene medfører, at der ikke vil være tale om erhvervsudøvelse.

¹⁶⁴ Det er ligeledes fremført af Wittendorff, 2014.

¹⁶⁵ Laursen, 2011, s. 131

Det blev i SKM2013.899.SR fremført af spørger (managementselskabet), at der ikke blev udøvet erhvervsmæssig virksomhed, idet der alene var tale om et begrænset antal transaktioner, som kunne karakteriseres som passiv kapitalanbringelse. På den baggrund ansås aktiviteten ikke for at være at anse som næringsvirksomhed. SKAT kom dog i afgørelsen frem til, at K/S'ets formål "(...) er at anse som erhvervsmæssig virksomhed, da formålet er at foretage, forvalte og afstå investeringer med henblik på økonomisk gevinst og andre former for indkomst." Det blev i øvrigt bekræftet i eksempelvis SKM2015.56.SR. På den baggrund kan det således slutes, at der er tale om virksomhedsudøvelse.

Imidlertid har det i litteraturen været diskuteret, om der skal foretages en sondring mellem anlægs- og næringsaktier, samt hvorvidt investering i anlægsaktier alene, vil anses som værende udøvelse af erhvervsmæssig virksomhed. I SKM2013.899.SR afstår SKAT imidlertid fra at foretage en sådan sondring mellem anlægs- og næringsaktier. SKAT bemærkede dog i afgørelsen, at der er en usikkerhed omkring fortolkningen af SKM2001.493.LR (TfS 2002, 15 LR), som kunne imødekomme synspunktet.

SKM2001.493.LR omhandlede en dansk venturefond (K/S A), som alene havde til formål at erhverve anlægsaktier. Spørger ønskede bekræftet, at investorerne i to amerikanske fonde, ikke blev anset til at "udøve et erhverv" i Danmark, jf. KSL § 2, stk. 1, litra d, henholdsvis SEL § 2, stk. 1, litra a, som følge af deres investering i K/S A. Ligningsrådet bekræftede, at investorerne ikke ville "udøve et erhverv", idet der var tale om næringsvirksomhed. Af Ligningsrådets afgørelse fremgik det: *"Henset til, at K/S A alene har til formål at erhverve anlægsaktier, kan den udøvede aktivitet ikke anses for at opfylde betingelsen om, at der skal udøves et erhverv fra et fast driftssted her i landet."* I henhold til Jens Wittendorff, med henvisning til den juridiske vejledning 2013-2 C.F.8.2.2.5.2.1., har SKAT hidtil fortolket afgørelsen sådan, *"at der ikke udøves erhvervsmæssig virksomhed, hvis et K/S' aktieinvesteringer har anlægskarakter."*¹⁶⁶ På baggrund af, at resultatet i SKM2013.899.SR må fortolkes således, at der vil være tale om udøvelse af erhvervsmæssig virksomhed ved investering i anlægsaktier alene, mener Jens Wittendorff derfor, at resultatet i afgørelsen bør afvises.¹⁶⁷ Imidlertid fremfører han ligeledes, at sondringen mellem nærings- og anlægsaktier efter hans opfattelse *"ikke nødvendigvis [er] afgørende for spørgsmålet om, hvorvidt der foreligger begrænset skattepligt af fast driftssted, idet investering i aktier også kan udgøre en integreret del af en andre former for erhvervsmæssig virksomhed."* På den baggrund mener han ikke, at Ligningsrådets afgørelse i SKM2001.493.LR kan *"antages at være udtryk*

¹⁶⁶ Wittendorff, 2014, s. 4

¹⁶⁷ Wittendorff, 2014, s. 4

for gældende ret, hvis den skal forstås sådan, at en aktivitet i Danmark, som har anlægskarakter, aldrig kan begrunde fast driftssted.”¹⁶⁸

Ikke desto mindre må det slutes, at det må anses som værende fast praksis, at der er tale om udøvelse af erhvervsmæssig virksomhed, hvis kapitalfondens formål er *at foretage, forvalte og afstå investeringer med henblik på økonomisk gevinst og andre former for indkomst*. Det understøttes af, at det er blevet inkluderet i den juridiske vejledning i C.F.8.2.2.5.2.1., at der i SKM2013.899.SR var tale om udøvelse af erhvervsmæssig virksomhed.

3.5.2.3. Kan managementselskabet udgøre et fast driftssted under det primære kriterium?

Ved vurderingen af hvorvidt der er et fast driftssted i henhold til art. 5, stk. 1, er det alene foretagendets eget personale, der skal indgå i vurderingen. Herved forstås ansatte og andre personer, der modtager instruktioner fra foretagendet. Outsourcing til tredjemand, som ikke er i et ansættelsesforhold med foretagendet, er således ikke omfattet af art. 5, stk. 1, men skal alene vurderes efter agentreglen.¹⁶⁹ Idet managementselskabet er et selvstændigt foretagende, kan det således diskuteres, hvorvidt der overhovedet skal foretages en vurdering af, om managementselskabet kan udgøre et fast driftssted for investorerne efter det primære kriterium. Det er ligeledes fremført af Jens Wittendorff i SR.2014.0112, som en kommentar til afgørelsen i SKM2013.899.SR, at K/S'et og managementselskabet *”ville drive særskilt og vidt forskellige virksomheder i form af investeringsvirksomhed henholdsvis servicevirksomhed. (...) Managementselskabets aktivitet kunne derfor ikke medføre et fast driftssted for investorerne, medmindre selskabet blev anset for at udøve K/S'ets virksomhed.”*¹⁷⁰ Jens Wittendorff sluttede, at det således kun ville være relevant at anskue om managementselskabet kunne medføre et fast driftssted for investorerne efter agentreglen. Se nærmere herom nedenfor i afsnit 3.6.2.

Som argument for, at managementselskabet skulle anses som adskilt fra selve kapitalfonden, henviste spørger i SKM2014.632.SR, til den dengang nyligt vedtagne L 175 ”Forslag til lov om forvaltere af alternative investeringsfonde mv.”, som blev vedtaget den 16. maj 2013. Af forarbejderne til L 175 fremgår det:

”Forslaget gennemfører FAIF-direktivets regler om forvaltere af alternative investeringsfonde. En regulering medfører, at forvaltere af alternative investeringsfonde kommer under

¹⁶⁸ Wittendorff, 2010, s. 4

¹⁶⁹ Jf. pkt. 10 i kommentarerne til art. 5, stk. 1, i OECD's Modeloverenskomst, 2014

¹⁷⁰ Wittendorff, 2014, s. 3

tilsyn ligesom andre finansielle virksomheder. Det betyder, at de skal leve op til et ensartet minimumsniveau for så vidt angår forvalterens ledelse og indretning af virksomheden, drift og oplysning om de forvaltede fonde m.v. Hensigten hermed er at sikre investorerne større tryghed omkring deres investering i alternative investeringsfonde.”

I henhold til spørger fremgår det tydeligt heraf, at man regulatorisk anser managementselskabet og kapitalfonden som to adskilte enheder med separat virksomhed og aktivitet. I international skatteret anser man ligeledes managementselskabet for at udøve sin egen aktivitet i forhold til kapitalfonden, som fremført i EU-kommissionens *“Report of Expert Group on Removing Tax Obstacles to Cross Border Venture Capital Investments”* af 30. april 2010. Heraf fremgår det, at den rolle, som managementselskabet har, i sig selv gør at det ikke vil kunne udgøre et fast driftssted efter det primære kriterium, idet det udøver sin egen aktivitet i henhold til art. 5, stk. 1:

“The role and the business of the VC Fund Manager [managementselskabet] are different to the roles and the business of the VC fund [kapitalfonden] and its investors. Accordingly, the VC Fund Manager cannot be regarded as creating a permanent establishment within the first part of the definition; it is carrying out its own independent business of providing services to the VC fund or to the investors, rather than being a place of management, a branch or other fixed place of business of the fund or its investors in the state of the portfolio company. The situation would be different if the Fund Manager acted from a fixed place of business of its own in the latter territory.”¹⁷¹ (egne tilføjelser)

I henhold til rapporten bør managementselskabet således ikke udgøre et fast driftssted for investorerne efter det primære kriterium, da managementselskabet udføre sin egen virksomhed uafhængigt af kapitalfonden og investorerne heri. Ved vurderingen af, om investorerne har et fast driftssted efter det primære kriterium, er det derfor alene relevant at anskue, om kapitalfonden har sit eget faste forretningssted.

På den baggrund kan det således konkluderes, at managementselskabet ikke bør kunne udgøre et fast driftssted for investorerne efter det primære kriterium, men alene skal vurderes efter agentreglen.

3.5.2.4. Sammenfatning vedrørende det primære kriterium

Idet hverken K/S'et eller komplementaren har egne lokaler til rådighed, som kan udgøre et fast forretningssted, er det i henhold til administrativ praksis blev undersøgt, om managementselskabets lokaler i stedet kan udgøre et fast forretningssted. Imidlertid kan det diskuteres, hvorvidt der skal foretages en vurdering af managementselskabet efter det primære kriterium, da det er et selvstændigt

¹⁷¹ European Commission, 2010, s. 16

foretagende, og ikke udøver kapitalfondens virksomhed. Ikke desto mindre må det på baggrund af administrativ praksis slutes, at kapitalfonden, for at undgå at få et fast driftssted i managementselskabets lokaler, skal; 1) afholde sin generalforsamling forskellige steder, og undgå at afholde dem i managementselskabets lokaler, 2) undgå personsammenfald i ledelsen og ejerskabet af komplementaren og managementselskabet, samt 3) lade managementselskabet foretage en eventuel medinvestering parallelt med kapitalfonden i et separat K/S. Endvidere vil der i henhold til administrativ praksis være tale om virksomhedsudøvelse, hvis kapitalfondens formål er at foretage, forvalte og afstå investeringer med henblik på økonomisk gevinst og andre former for indkomst, jf. SKM2013.899.SR. På den baggrund skal det således undersøges, hvordan kapitalfonden undgår at få et fast driftssted efter agentreglen, jf. art. 5, stk. 5 og 6.

3.5.3. Fast driftssted efter agentreglen, jf. art. 5, stk. 5 og 6

Som nævnt ovenfor i afsnit 3.3.3., kan der af art. 5, stk. 5 og 6, udledes fem kumulative betingelser, som alle skal være opfyldt, for at en person kan anses for at udgøre et fast driftssted efter agentreglen. Der foreligger således et fast driftssted, hvis den omhandlende person:

1. Udøver virksomhed for et foretagende i en kontraherende stat (*virksomhedskravet*)
2. Har fuldmagt til at indgå aftaler i et foretagendes navn (*fuldmagtskravet*)
3. Sædvanligvis udøver denne fuldmagt (*hyppighedskravet*)
4. Ikke er en uafhængig repræsentant omfattet af art. 5, stk. 6 (*uafhængighedskravet*), og
5. Ikke blot udøver virksomhed af forberedende eller hjælpende karakter, jf. art. 5, stk. 4 (*aktivitetskravet*)

Det skal således undersøges hvorvidt de respektive enheder kan anses for at udgøre afhængige agenter i forhold til kapitalfonden. I henhold til kapitalfondens struktur i figur 1, er de relevante enheder: Komplementaren, managementselskabet, Investment Committee og Investor Advisory Board. Det kan indledningsvis afvises, at Investment Committee og Investor Advisory Board kan udgøre en afhængig agent for kapitalfonden, idet de ikke har bemyndigelse til at træffe beslutninger på vegne af kapitalfonden, da de alene har en rådgivnings- og tilsynsfunktion. Fuldmagtskravet vil således ikke være opfyldt. Spørgsmålet er herefter, hvorvidt henholdsvis komplementaren i K/S'et og managementselskabet udgør et fast driftssted efter agentreglen. En analyse heraf følger nedenfor.

3.5.3.1. Komplementaren som fast driftssted efter agentreglen, jf. art. 5, stk. 5

3.5.3.1.1. Virksomhedskravet, fuldmagtskravet og hyppighedskravet

I den ovenfor angivne struktur i figur 1, er det komplementaren i K/S'et, der foretager beslutning om hvilke porteføljeselskaber, der skal sælges eller købes. Bestyrelsen i komplementaren er således i det tilfælde det besluttende organ. Det er på den baggrund åbenlyst, at *fuldmagtskravet* er opfyldt, idet der vil være fuldmagt til at træffe beslutninger om køb og salg mv. Spørgsmålet er herefter, om virksomhedskravet er opfyldt. Om virksomhedskravet gælder det, at den pågældende skal anvende sin fuldmagt til at udøve virksomhed, samt at den nærmere afgrænsning af virksomhedsudøvelsen, skal foretages på samme måde, som under det primære kriterium.¹⁷² Der kan foreligge virksomhedsudøvelse for kapitalfonden, hvis kapitalfondens formål er at foretage, forvalte og afstå investeringer med henblik på økonomisk gevinst og andre former for indkomst, jf. SKM2013.899.SR.¹⁷³ Idet det er bestyrelsen i komplementaren, der træffer beslutning herom, vil *virksomhedskravet* for bestyrelsen være opfyldt. Endvidere vil der formentlig løbende træffes sådanne investerings- og salgsbeslutninger, hvorved *hyppighedskravet* formentlig vil være opfyldt. I SKM2014.632.SR blev det imidlertid fremført, at det var tvivlsomt hvorvidt bestyrelsen med alene 2-3 møder om året, heraf en del telefoniske, kunne anses for at udøve en virksomhed med tilstrækkelig kontinuerlig og løbende aktivitet i fast driftssteds-sammenhæng. SKAT tog dog ikke direkte stilling til det anførte. Det må således konkluderes, at *hyppighedskravet* formentlig også vil være opfyldt.

Komplementaren kan således reelt udgøre en afhængig agent, jf. art. 5, stk. 5, og dermed udgøre et fast driftssted for investorerne, såfremt virksomhedskravet er opfyldt. Spørgsmålet er derfor, om denne kan anses for at være en uafhængig agent, jf. art. 5, stk. 6.

3.5.3.1.2. Uafhængighedskravet

I henhold til art. 5, stk. 6, er det et krav, at agenten er; a) juridisk og økonomisk uafhængig, og b) handler indenfor sin sædvanlige erhvervsvirksomheds rammer. De afgørende momenter i forhold til den juridiske uafhængighed er, at bestyrelsen i komplementaren ikke modtager løbende instruktioner, og ikke er underlagt en kontrol fra investorerne i forbindelse med udøvelsen af sin funktion, som beslutningstager i komplementaren. Det taler i øvrigt for bestyrelsens uafhængighed, at der er tale om professionelle bestyrelsesmedlemmer, der alle har virksomheder og investeringer, som deres professionelle virke, og som er udpeget på baggrund af deres faglige dygtighed og erfaring.

¹⁷² Se afsnit 3.3.2.3. for gennemgang heraf

¹⁷³ Se om diskussion heraf i afsnit 3.6.1.1.2.

Desuden taler det for bestyrelsens økonomiske uafhængighed, at de ikke er økonomisk afhængige af bestyrelshonoraret, men ligeledes oppebærer væsentlige indtægter fra andre kilder, samt at de bærer driftsherrerisikoen forbundet med den udøvede virksomhed. Netop dét var et af de afgørende momenter i SKATs indstilling til afgørelsen i SKM2016.448.SR. I den pågældende afgørelse ville komplementaren modtage *"et fast beskudent honorar på 100.000-150.000 kr. pr. bestyrelsesmedlem årligt afhængig af mødeaktiviteten plus et tillæg på 10% af det årlige honorar."* I henhold til SKAT, var der her tale om et alt for beskudent honorar, som ikke matchede, at det var komplementaren der traf investeringsbeslutningerne. SKAT fandt derfor, at den egentlige driftsherrerisiko for den udførte aktivitet måtte påhvile K/S'et og ikke bestyrelsen i komplementaren. På den baggrund fandt SKAT, at bestyrelsen udgjorde en afhængig agent og dermed et fast driftssted, jf. art. 5, stk. 5. Imidlertid blev SKATs indstilling afvist af Skatterådet, alene under henvisning til at der var tale om en tilsvarende kapitalfondsstruktur som i SKM2014.632.SR, SKM2015.56.SR, SKM2015.95.SR og SKM2015.277.SR. Skatterådet afstod fra at begrunde deres afgørelse, og dermed give yderligere indsigt i deres fortolkning. Det fremgår derfor ikke klart, om Skatterådet var enig i, at bestyrelsen ikke bar driftsherrerisikoen. Uanset har det ikke været nok til at statuere et fast driftssted, hvorfor det må formes, at Skatterådet ikke var enig heri.

Det følger ligeledes af pkt. 38 i kommentarerne til modeloverenskomsten, at det er et vigtigt kriterium hvem der bærer driftsherrerisikoen, når det skal vurderes, om en person er uafhængig af det repræsenterede foretagende. Det kan herom anføres, at driftsherrerisikoen formentlig vil ligge hos komplementaren, eksempelvis på grund af det sædvanlige erstatningsansvar over for kapitalfonden ved forsætlig eller groft uagtsom adfærd. Såfremt bestyrelsesmedlemmerne alle er professionelle bestyrelsesmedlemmer, og til daglig ligeledes beskæftiger sig med opgaver indenfor investeringsvirksomhed, vil de ligeledes handle inden for deres sædvanlige virksomhed.¹⁷⁴

Komplementaren vil derfor formentlig være en uafhængig agent, jf. art. 5, stk. 6, hvis det lige ovenfor anførte er opfyldt. På den baggrund vil komplementaren derfor ikke udgøre et fast driftssted for investorerne. Det kan i forlængelse heraf bemærkes, at beslutningskompetencen vedrørende investeringerne således med fordel kan lægges hos komplementaren i K/S'et, til forskel fra at lægge den hos managementselskabet, for at undgå at få et fast driftssted.

¹⁷⁴ Jf. SKM2014.632.SR, SKM2016.448.SR, osv.

3.5.3.1.3. Kan komplementaren overhovedet udgøre en agent i henhold til agentreglen?

Det skal indledningsvis bemærkes, at det først var i SKM2016.448.SR, at der konkret blev taget stilling til komplementaren i forhold til agentreglen. Det var dog formentlig forudsat i afgørelsen i SKM2012.190.SR, at komplementaren kan udgøre en agent, med det forbehold at der i afgørelsen blev foretaget en samlet vurdering af komplementaren, Investment Committee og Manager (managementselskabet), i henhold til art. 5, stk. 5 og 6., idet beslutningskompetencen vedrørende investeringsbeslutningerne skete i forening i de tre enheder.

Imidlertid kan det diskuteres, hvorvidt komplementaren overhovedet kan udgøre en agent i henhold til agentreglen. Selskabsretligt er komplementaren en integreret del af K/S'et. Komplementarens beføjelser følger af loven. Alene på den baggrund kunne det fremføres, at forholdet mellem K/S'et og komplementaren ikke kan anses som et agentforhold, fordi der ikke eksisterer et over-/underordningsforhold med instruktionsbeføjelser.¹⁷⁵ Desuden har komplementaren sit eget driftsherreansvar, hvilket taler for, at der er tale om en uafhængig agent, jf. art. 5, stk. 6, som behandlet i afsnittet lige oven for. Arvid Skaar har desuden behandlet problemstillingen om hvorvidt agentreglen kan anvendes på *partnerships* (tilsvarende et K/S). Han anfører hertil, at en agent i agentreglens forstand normalt ikke pålægges en forpligtelse, men at agenten pålægger fuldmagtsgiver en forpligtelse. Komplementaren vil dog skabe forpligtelser for ham selv, da komplementaren hæfter ubegrænset for K/S'et. Desuden beskriver han den manglende afhængighed for komplementaren af K/S'et, idet de begrænset hæftende deltageres indflydelse på komplementaren skal foretages igennem generalforsamlingen, eller denne kan beslutte at forlade K/S'et som følge af kommanditselskabsaftalen.¹⁷⁶ Det er i øvrigt fremført i SU 2015, 279, at hvis komplementaren indgår i K/S'et som selskabsdeltager (ligesom kommanditisterne), *"kan denne næppe anses for at være "agent" for kommanditselskabet i fast driftssteds-definitionens forstand. Dette understøttes også af det forhold, at det alene er managementselskabet, der vurderes i forhold til agentreglen i den seneste afgørelse."*¹⁷⁷ Her henviser forfatterne formentlig til afgørelserne i SKM2014.632.SR, SKM2015.56.SR, SKM2015.95.SR og SKM2015.277.SR.

Det bør således sluttet, at fordi komplementaren er en integreret del af K/S'et, vil det ikke være relevant at vurdere komplementaren i henhold til agentreglen. På den baggrund kan der argumenteres for, at det alene er relevant at vurdere managementselskabet efter agentreglen.

¹⁷⁵ Ligeledes fremført af Spørger (managementselskabet) i SKM2017.14.SR

¹⁷⁶ Skaar, 1991, s. 164-166

¹⁷⁷ Nørremark et al., 2015, s. 3-4

3.5.3.2. Managementselskabet som fast driftssted efter agentreglen, jf. art. 5, stk. 5

I henhold til afsnit 2.3.5., fungerer managementselskabet som porteføljeforvalter for kapitalfonden. Managementselskabet foretager således rådgivning i forbindelse med og forvaltning af investeringerne, men har ikke fuldmagt til at foretage beslutninger om køb og salg af selskaber på vegne af kapitalfonden. Managementselskabet indstiller beslutninger herom til komplementaren, efter indhentelse af forudgående godkendelse fra Investment Committee. Managementselskabet varetager således alene en rådgivningsfunktion, samt den daglige ledelse af kapitalfonden, som er outsourcet af komplementaren til managementselskabet. Derfor modtager managementselskabet et *management fee* af kapitalfonden.

3.5.3.2.1. Virksomhedskravet, fuldmagtskravet, hyppighedskravet og aktivitetskravet

Virksomhedskravet indebærer som nævnt, at den pågældende person skal bruge sin fuldmagt til at udøve virksomhed. Managementselskabets virksomhedsudøvelse er at levere rådgivning om porteføljeforvaltning, hvorved *virksomhedskravet* er opfyldt. Idet managementselskabet ikke har fuldmagt til at indgå aftaler på vegne af kapitalfonden, kan det diskuteres, hvorvidt *fuldmagtskravet* er opfyldt. Imidlertid er den daglige ledelse outsourcet til managementselskabet, hvorved managementselskabet har fuldmagt til at indgå bindende aftaler på vegne af kapitalfonden om rent interne anliggender, såsom brug af advokat, revisor, oprettelse og lukning af konti, osv. Denne fuldmagt vil dog alene vedrøre forhold af forberedende og hjælpende karakter, jf. art. 5, stk. 4, hvorved *aktivitetskravet* således ikke er opfyldt.¹⁷⁸

Virksomhedskravet, fuldmagtskravet, hyppighedskravet og aktivitetskravet behøves reelt set ikke at vurderes, hvis statueringen af et fast driftssted allerede falder på, at uafhængighedskravet er opfyldt. Det vil derfor blive gennemgået nedenfor.

3.5.3.2.2. Uafhængighedskravet

Managementselskabet kan ikke anses for at udgøre en afhængig agent, hvis managementselskabet kan anses for at; a) være juridisk og økonomisk uafhængig af foretagendet, og b) handle inden for sin sædvanlige erhvervsvirksomheds rammer.

¹⁷⁸ Fremført i SKM2014.632.SR uden konklusion, idet det blev vurderet at der var tale om en uafhængig agent, jf. art. 5, stk. 6, hvorfor analysen heraf ikke var af nærmere betydning.

a) Juridisk og økonomisk uafhængig af foretagendet

Ved vurderingen af, om der er tale om økonomisk afhængighed, lægges der særligt vægt på antallet af fuldmagtsgivere samt driftsherrerisikoen.¹⁷⁹ Hvad angår den juridiske afhængighed, er det typisk afgørende, om agenten er underlagt en særlig kontrol samt detaljerede instrukser fra foretagendet.¹⁸⁰ Det kan i den forbindelse fremføres, at managementselskabet ikke vil være underlagt instruktionsbeføjelser eller anden omfattende kontrol fra kapitalfonden eller fra de enkelte investorer. Managementselskabet vil have porteføljeforvaltningsaftaler med flere kapitalfonde samtidig, hvorved der reelt set vil være flere "fuldmagtsgivere", og managementselskabet vil således ikke være økonomisk afhængig af at modtage det omtalte *management fee* for sine ydelser fra den pågældende kapitalfond. Dette argument kan få bredere understøttelse, hvis der ligeledes er tale om en anerkendt forvalter fra den brede investorkreds. Managementselskabets overlevelse vil således ikke skønnes at afhænge af det konkrete forvaltningsmandat. Managementselskabet bærer endvidere selv driftsherrerisikoen for den udførte aktivitet i form af et sædvanligt rådgiveransvar. Hverken medarbejdere eller partnere i managementselskabet vil medinvestere i eller have ejerandele i forhold til kapitalfonden, hvilket ligeledes taler for en økonomisk uafhængighed. Imidlertid vil managementselskabet foretage en parallel-investering i de samme porteføljevirkksomheder, som K/S'et, via et separat K/S. Det blev herom fremført i SKM2014.632.SR, at medinvestering i porteføljeselskaberne ikke burde have betydning for vurderingen af den økonomiske afhængighed, og at det snarere var et udtryk for den selvstændige økonomiske risiko, som managementselskabet løber. Højesteret tilkendegav ligeledes i TfS 1996, 532 H, at det ingen selvstændig betydning har for vurderingen af fast driftssted, om fuldmagtshaver for de udenlandske kommanditister tillige er medkommanditist eller ej. Hvis medinvesteringen sker udenom K/S'et igennem et separat K/S vil argumentet for den økonomiske uafhængighed stå stærkere (selvom det reelt set ikke burde have betydning).

b) Handle inden for sin sædvanlige erhvervsvirksomheds rammer

Managementselskabet varetager som sagt investerings- og rådgivningsydelser til kapitalfonden. Spørgsmålet er således, om det svarer til managementselskabets sædvanlige erhvervsvirksomhed. Managementselskaberne i kapitalfonde vil typisk have specialiseret sig i private equity investeringer, samt i at levere netop investerings- og rådgivningsydelser til kapitalfonde, og vil oftest være managementselskab for flere kapitalfonde samtidig.¹⁸¹ Det kan således slutes, at managementselskabet vil handle inden for sin sædvanlige erhvervsvirksomheds rammer, når det

¹⁷⁹ Jf. pkt. 38 og 38.6 i kommentarerne til art. 5, stk. 6, i OECD's Modeloverenskomst, 2014

¹⁸⁰ Jf. pkt. 38.3 i kommentarerne til art. 5, stk. 6, i OECD's Modeloverenskomst, 2014

¹⁸¹ European Commission, 2010, s. 22

handler på foretagendets vegne. Det fremgik for eksempel af afgørelsen i SKM2012.190.SR, at managementselskabet måtte antages at handle inden for rammerne af sin sædvanlige erhvervsvirksomhed, da de lavede samme typer af opgaver for andre fonde.

Det kan således konkluderes, at managementselskabet formentlig vil udgøre en uafhængig agent, og dermed ikke udgøre et fast driftssted for investorerne, hvis følgende er opfyldt: 1) Managementselskabet ikke er underlagt nærmere instruktionsbeføjelse fra K/S'et eller investorernes side; 2) managementselskabets overlevelse ikke skønnes at afhænge af det konkrete forvaltningsmandat; 3) managementselskabet handler inden for rammerne af selskabets sædvanlige erhvervsvirksomhed, og; 4) managementselskabet bærer risikoen for den udførte aktivitet med sædvanligt rådgiveransvar.¹⁸²

3.5.4. Sammenfatning

I starten af 2017 kom Skatterådet med 3 bindende svar; SKM2017.12.SR, SKM2017.13.SR samt SKM 2017.14.SR. De kunne alle bekræfte, at udenlandske kommanditister i de pågældende tilfælde ikke ville have et fast driftssted i Danmark efter SEL § 2, stk. 1, litra a. På baggrund af en analyse af administrativ praksis kan det således slutes, at investorerne undgår at få et fast driftssted efter det primære kriterium, hvis komplementaren og K/S'et alene har en c/o adresse hos en advokat eller lignende, samt intet personale i Danmark. I så fald er der intet fast forretningssted til rådighed for kapitalfonden. Spørgsmålet har således været, om managementselskabets lokaler kunne udgøre et fast forretningssted for kapitalfonden. Det kan diskuteres, hvorvidt det er relevant at behandle managementselskabet i henhold til det primære kriterium, under henvisning til at managementselskabet udgør sin egen virksomhed. Ikke desto mindre kan det i henhold til administrativ praksis slutes, at kapitalfonden skal; 1) afholde sin generalforsamling forskellige steder, og undgå at afholde dem i managementselskabets lokaler, 2) undgå personsammenfald i ledelsen og ejerskabet af komplementaren og managementselskabet, samt 3) lade managementselskabet foretage en eventuel medinvestering parallelt med kapitalfonden i et separat K/S. I så fald vil investorerne undgå at få et fast driftssted efter det primære kriterium. For at undgå at investorerne får et fast driftssted efter agentreglen, kan det anføres, at bestyrelsen i komplementaren skal udgøres af professionelle og uafhængige medlemmer, samt at bestyrelseshonoraret skal modsvare det arbejde, de udfører, hvorved driftsherrisikoen formentlig vil lægge hos dem. I så fald vil komplementaren udgøre en uafhængig agent, jf. art. 5, stk. 6. Imidlertid kan der argumenteres for, at det ikke er relevant

¹⁸² Jf. eksempelvis SKM2017.14.SR

at behandle komplementaren efter agentreglen, idet komplementaren er en integreret del af K/S'et. For at undgå at managementselskabet udgør et fast driftssted efter agentreglen, skal managementselskabet; 1) ikke være underlagt instruktionsbeføjelse fra kapitalfonden, 2) ikke være økonomisk afhængig af forvaltningsmandatet, 3) handle inden for rammerne af selskabets sædvanlige aktivitet, samt 4) bære risikoen for den udførte aktivitet med sædvanligt rådgiveransvar. I så fald vil managementselskabet være en uafhængig agent, jf. art. 5, stk. 6.

Det kan således konkluderes, at kapitalfonden bliver nødt til at strukturere sig med udgangspunkt i ovenstående og figur 1, for at investorerne undgår at få et fast driftssted som følge af deres investering via kapitalfonden. Der er imidlertid en vis retsikkerhed forbundet hermed. På den baggrund kan det anbefales, at der altid anmodes om at få et bindende svar, som stadfæster hvorvidt investorerne vil få et fast driftssted som følge af deres investering.

3.6. Fast driftssted efter OECD's modeloverenskomst 2017

Der trådte en ny udgave af OECD's modeloverenskomst i kraft den 21. november 2017, som indebærer en materiel ændring af art. 5, hvorved agentreglen får et udvidet anvendelsesområde. Det fremgår af bemærkningerne til L237, at de hidtil anvendte strukturer i en kapitalfond, vil medføre, at der opstår et fast driftssted: *"De strukturer, som fonde, der er organiseret som transparente enheder, hidtil har anvendt (...), synes dog at være baseret på anvendelse af herværende (afhængige) repræsentanter, der har en sådan afgørende rolle i indgåelsen af fondenes aftaler, at dette vil medføre, at der opstår fast driftssted her i landet, hvis bedømmelsen foretages på grundlag af den nye affattelse af agentreglen."*¹⁸³ Lovgiver mener derfor, at investorerne vil få et fast driftssted efter det nye fast driftssteds-begreb i 2017-udgaven af modeloverenskomsten.

Nærværende afsnit har til formål at analysere, om det er tilfældet, samt hvordan det i så fald undgås at investorerne får et fast driftssted. Analysen vil alene ske med udgangspunkt i de retningslinjer, der er udlagt af OECD til fortolkning af 2017-udgaven af modeloverenskomsten, idet der ikke foreligger praksis eller andet på nuværende tidspunkt. Analysen vil derfor ikke ende ud i én klar konklusion af, hvornår man får et fast driftssted under 2017-udgaven, men snarere flage nogle af de områder, hvor ændringen af art. 5 kan få en betydning for investorer, der investerer via en dansk kapitalfond. Det er navnlig agentreglen, der er ændret. Det vil derfor alene blive analyseret, hvorvidt ændringen får en betydning for, om managementselskabet og komplementaren i kapitalfonden kan udgøre et fast

¹⁸³ Bemærkninger til L237, s. 12

driftssted for investorerne i henhold til den nye affattelse af agentreglen. Indledningsvis introduceres hvordan 2017-udgaven forsøges implementeret, for at vurdere, hvornår ændringen af art. 5 reelt kan få en betydning.

3.6.1. Implementering af art. 5 i OECD's modeloverenskomst 2017

OECD udgav i 2013 en ambitiøs og omfattende rapport med 15 indsatspunkter (Action Points), med det formål at undgå skatteunddragelse og erosion af landes skattebase, omtalt som BEPS-projektet.¹⁸⁴ I BEPS Action Point 7¹⁸⁵ blev der lagt op til en grundlæggende ændring af fast driftssteds-begrebet, som ellers har stået nogenlunde uændret hen siden 1963. De foreslåede ændringer er næsten identisk hermed blevet indskrevet i 2017-udgaven af OECD's modeloverenskomst med dertil hørende kommentarerne. Ændringerne forsøges gennemført i de nuværende DBO'er med det multilaterale instrument (MLI)¹⁸⁶ i art. 12-15, jf. nedenfor.

Grundlæggende medfører ændringen en udvidelse af fast driftssteds-begrebet, hvorved kildelandets mulighed for at beskatte udenlandske personers indkomst, der hidrører fra det pågældende kildeland, udvides. Det sker, for at undgå erosion af kildelandets skattebase. Idet der er tale om en materiel ændring og ikke blot en præcisering, vil ændringen af 2017-udgaven af modeloverenskomsten ikke få betydning for de nuværende DBO'er.¹⁸⁷ Ændringen vil således alene have betydning fremadrettet, for så vidt der indgås nye DBO'er (herunder eksempelvis den kommende DBO mellem Japan og Danmark).

Imidlertid vil ændringerne dog få umiddelbar virkning, hvis DBO'erne dækkes af MLI'en, som Danmark sammen med 76 andre lande har underskrevet. Hensigten med MLI'en er på ambitiøs vis at implementere de BEPS-relaterede ændringer i alle bilaterale DBO'er, der er indgået af de pågældende lande. For at MLI'en endeligt træder i kraft i Danmark, skal der fremsættes lovforslag fra Skatteministeriet om endelig ratificering, på samme vis som beskrevet ovenfor under indgåelse af DBO'er. Ved underskrift af MLI'en var hver jurisdiktion forpligtet til at udlevere sin såkaldte "*MLI position*", der indeholder en liste over de forbehold og kommentarer, som den pågældende jurisdiktion har til MLI'en. Imidlertid har Danmark taget forbehold for det hele, herunder art. 12-15, med undtagelse af de obligatoriske artikler. Da Danmark har taget forbehold for det hele og MLI'en endnu

¹⁸⁴ OECD, 2013, *Addressing Base Erosion and Profit Shifting*

¹⁸⁵ OECD, 2015, *Preventing the Artificial Avoidance of Permanent Establishment Status, Action 7 – 2015 Final Report*, OECD/G20 Base Erosion and Profit Shifting Project, OECD Publishing, Paris.

¹⁸⁶ Multilateral Convention to Implement Tax Treaty Related Measures to Prevent Base Erosion and Profit Shifting

¹⁸⁷ Se afsnit 3.2.4.

ikke er ratificeret, vil ændringerne til art. 5 i 2017-udgaven af modeloverenskomsten derfor på nuværende tidspunkt få meget begrænset betydning. Danmark kan dog på et senere tidspunkt vælge at tiltræde ændringerne til fast driftssted-definitionen i art. 5 i MLI'ens art. 12-15. Det skal bemærkes, at før nogle af artiklerne i MLI'en får virkning for en DBO, kræver det, at det andet land ligeledes har tiltrådt de selvsamme artikler i MLI'en. Endvidere vil den nye fortolkning af art. 5 i 2017-udgaven af modeloverenskomsten få betydning for personer i de lande, som Danmark endnu ikke har indgået en DBO med, idet fast driftssted i SEL § 2, stk. 1, litra a, skal fortolkes i overensstemmelse med OECD's modeloverenskomst.

3.6.2. Agentreglen i art. 5 i OECD's modeloverenskomst 2017

I 2017-udgaven af modeloverenskomsten får agentreglen, jf. art. 5, stk. 5, et bredere anvendelsesområde, imens anvendelsesområdet for, hvornår der er tale om en uafhængig agent, jf. art. 5, stk. 6, indsnævres. Der findes endnu ingen officiel dansk oversættelse af bestemmelsen. I bilag II følger derfor den engelske omskrivning af art. 5, stk. 5, 6 og 8, i 2017-udgaven af modeloverenskomsten. Nedenfor følger en vurdering af, hvorvidt henholdsvis managementselskabet og komplementaren vil være at anse som en agent efter den nye affattelse.

3.6.2.1. Managementselskabet som agent, jf. art. 5, stk. 5 og 6

3.6.2.1.1. Afhængig agent, jf. art. 5, stk. 5

I art. 5, stk. 5, udvides fuldmagtskravet til at omfatte situationen, når agenten *"habitually plays the principal role leading to the conclusion of contracts that are routinely concluded without material modification by the enterprise"*. Det er således ikke alene, når agenten faktisk indgår aftaler om køb eller salg på vegne af foretagendet, men også når agenten *spiller den afgørende rolle*, der leder til konklusionen af aftaler om køb eller salg på vegne af foretagendet. Som nævnt oven for, udfører managementselskabet en servicevirksomhed, hvor de agerer som porteføljeforvalter på vegne af kapitalfonden. Managementselskabet foretager rådgivning om og forvaltning af investeringerne, mens det er komplementaren, der tager beslutningen om køb og salg af investeringerne. Spørgsmålet er således, med den nye art. 5, stk. 5, om managementselskabet kan anses som værende den, der spiller den afgørende rolle, der leder til konklusionen af investerings- og salgsbeslutningerne.

I den nye formulering af pkt. 32.5 i kommentarerne til art. 5, stk. 5, følger det, at *"habitually plays the principal role leading to the conclusion of contracts"*, er rettet mod situationer, hvor det arbejde, agenten udfører, *direkte* fører til konklusion om beslutning af køb og salg i en kontraherende stat, til trods for, at agenten ikke underskriver aftalen herom på vegne af foretagendet. Det fremgår endvidere,

at det typisk vil være tilfældet i situationer, hvor agenten var den, der fik tredjemand til at indgå en aftale med foretagendet.¹⁸⁸ Managementselskabet vil facilitere kontakten til ejerne af porteføljeselskaberne, som komplementaren i K/S'et i sidste ende tager beslutning om at købe en del af. Der kan således argumenteres for, at managementselskabet spiller den afgørende rolle der leder til beslutningen om investeringen. Det skal dog bemærkes, at investeringerne i henhold til den ovenfor angivne struktur i figur 1, først skal accepteres af Investment Committee inden de bliver indstillet af managementselskabet til komplementaren til endelig godkendelse. Det betyder, at investeringsbeslutningerne ikke alene står og falder på managementselskabets arbejde. Det fremgår endvidere af kommentarerne i pkt. 32.5, at hvis agenten alene markedsfører produkter og services på vegne af foretagendet, som ikke direkte leder til indgåelse af kontrakter, vil agenten ikke anses for at have: *"the principal role leading to the conclusion of contracts"*.¹⁸⁹ På den baggrund kan der således også argumenteres for, at managementselskabet alene promoverer investeringsmulighederne over for komplementaren. Det fremgår i øvrigt fortsat af pkt. 33 i kommentarerne til modeloverenskomsten, at det forhold, at en person har deltaget i forhandlinger i en stat mellem et foretagende og tredjemand, imidlertid ikke i sig selv er tilstrækkeligt til at konkludere, at personen har været med til at afslutte kontrakten, eller spillet den afgørende rolle, der leder til kontraktindgåelsen. Ikke desto mindre må det sluttes, at managementselskabet i praksis vil spille den afgørende rolle, der leder til konklusion om køb og salg af porteføljeselskaberne.

I henhold til den gamle art. 5, stk. 5, vil managementselskabet formentlig ikke udgøre et fast driftssted for investorerne, såfremt kapitalfonden er tilrettelagt med den ovenfor angivne struktur, da de ikke har fuldmagt til at tage beslutning om køb og salg af porteføljeselskaberne. Imidlertid vil managementselskabet formentlig udgøre en afhængig agent i henhold til den nye art. 5, stk. 5, da de i praksis vil lave alt det forberedende arbejde, og dermed spille den afgørende rolle, der leder til indgåelse af kontrakter om køb og salg af porteføljeselskaberne. Hvis det er tilfældet, skal det således undersøges hvorvidt managementselskabet vil udgøre en uafhængig agent, jf. den nye art. 5, stk. 6, og dermed ikke udgøre et fast driftssted.

¹⁸⁸ Pkt. 32.5 i kommentarerne til art. 5, stk. 5, i 2017-udgaven af modeloverenskomsten: *"The phrase 'or habitually plays the principal role leading to the conclusion of contracts that are routinely concluded without material modification by the enterprise' is aimed at situations where the conclusion of a contract directly results from the actions that the person performs in a Contracting State on behalf of the enterprise even though, under the relevant law, the contract is not concluded by that person in that State. (...) The principal role leading to the conclusion of the contract will therefore typically be associated with the actions of the person who convinced the third party to enter into a contract with the enterprise."*

¹⁸⁹ Pkt. 32.5 i kommentarerne til art. 5, stk. 5, i 2017-udgaven af modeloverenskomsten: *"(...) It does not apply, however, where a person merely promotes and markets goods or services of an enterprise in a way that does not directly result in the conclusion of contracts."*

3.6.2.1.2. Uafhængig agent, art. 5, stk. 6

Den nye art. 5, stk. 6, i 2017-udgaven af modeloverenskomsten, er en total omskrivning i henhold til art. 5, stk. 6 i 2014-udgaven. Se bilag II for den nye udgave af art. 5, stk. 6. Imidlertid synes indholdet *prima facie* at svare til den nuværende art. 5, stk. 6. Der kan fortsat udledes et dobbeltkrav, hvorefter agenten skal; a) være uafhængig af foretagendet både juridisk og økonomisk, og b) handle inden for sin sædvanlige erhvervsvirksomheds rammer. Dobbeltkravet fremgår dog ikke længere direkte af pkt. 37 i de nye kommentarer til art. 5, stk. 6. Det kan fortolkes således, at der ikke længere er et krav om både juridisk og økonomisk uafhængighed, men derimod et samlet krav om uafhængighed. De øvrige kommentarer herom i pkt. 38-38.6 fremgår fortsat stort set uændret. Imidlertid fremgår det i den nye art. 5, stk. 6, at art. 5, stk. 5, ikke finder anvendelse, hvis der er tale om en "*independent agent*" (uafhængig agent), mens ordlyden i den gamle art. 5, stk. 6, fandt anvendelse på såvel "*en mægler, kommissionær eller anden uafhængig repræsentant*". Det fremgår derfor nu klart af den nye art. 5, stk. 6, at der skal være tale om en uafhængig agent.

Desuden er der i art. 5, stk. 6, indsat et nyt pkt., som indfører et yderligere krav om, at der ikke vil være tale om en uafhængig agent, hvis parterne er "*closely related*" (nært beslægtet). "*Closely related*" er defineret i en ny art. 5, stk. 8, (se bilag II). Det følger heraf, at man falder under definitionen af "*closely related*", hvis det ene foretagende er ejet af den anden, eller hvis de to foretagender er ejet af den samme. Der skal ejes mere end 50 % af ejerandelene eller mere end 50 % af stemmerne. Deraf kan det udledes, at managementselskabet ikke kan blive anset som værende en uafhængig agent, hvis managementselskabet og komplementaren er ejet af den samme person, eller hvis managementselskabet ejer komplementaren, enten direkte eller indirekte. Det følger allerede af praksis i henhold til det primære kriterium, at der ikke må være personsammenfald i ejerne af managementselskabet og komplementaren, idet det kan foranledige et fast forretningssted i managementselskabets lokaler for kapitalfonden.¹⁹⁰ For at undgå at investorerne får et fast driftssted, bliver kravet om, at der ikke må være personsammenfald i managementselskabet og komplementaren nu understreget af den ny art. 5, stk. 6, læst sammen med den ny art. 5, stk. 8, i 2017-udgaven af modeloverenskomsten.

Ud fra en vurdering af, at indholdet i den nye udgave af art. 5, stk. 6, *prima facie* svarer til den gamle art. 5, stk. 6, vil managementselskabet således udgøre en uafhængig agent, jf. gennemgangen i afsnit

¹⁹⁰ Se afsnit 3.5.2.1.

3.5.3.2. Desuden bliver det understreget, at der ikke må være personsammenfald i ejerne af managementselskabet og komplementaren, som gennemgået i afsnit 3.5.2.1. I så fald, vil managementselskabet ikke udgøre et fast driftssted efter den nye agentregel i 2017-udgaven.

3.6.2.2. Komplementaren som uafhængig agent, jf. art. 5, stk. 6

For så vidt angår analysen af, hvorvidt komplementaren kan udgøre et fast driftssted for investorerne i henhold til agentreglen, er det interessant, hvad der følger det af det nye pkt. 37 i kommentarerne til art. 5, stk. 6, i 2017-udgaven af modeloverenskomsten:

"The exception of paragraph 6 only applies where a person acts on behalf of an enterprise in the course of carrying on a business as an independent agent. It would therefore not apply where a person acts on behalf of an enterprise in a different capacity, such as where (...) a partner acts on behalf of a partnership."

Heraf kan det udledes, at den ny art. 5, stk. 6, ikke finder anvendelse på en partner, som indgår en aftale på vegne af sit *partnership* (tilsvarende K/S'er), idet det følger af den nye pkt. 37, at en partner ikke udgør en uafhængig agent. Det kan læses som om, at komplementaren ikke kan være en uafhængig agent på vegne af K/S'et, hvilket allerede fremgik af SKATs indstilling i SKM2014.632.SR, som Skatterådet dog ikke tiltrådte. Hvis bestemmelsen skal fortolkes således, vil det få den konsekvens, at en komplementar, som er tillagt økonomiske og forvaltningsmæssige beføjelser, jf. LEV § 2, stk. 2, ikke vil kunne være omfattet af art. 5, stk. 6. Dvs. hvis komplementaren bliver anset som værende en afhængig agent, jf. art. 5, stk. 5, vil komplementaren ikke kunne blive undtaget af art. 5, stk. 6. Imidlertid kan det, som oven for angivet, diskuteres, hvorvidt det overhovedet er relevant at behandle om komplementaren udgør en agent, jf. art. 5, stk. 5, idet den er en integreret del af kapitalfonden. Det er således ikke klart, om det nye pkt. 37 i kommentarerne til art. 5, stk. 6, i 2017-udgaven af modeloverenskomsten, vil have betydning for, hvorvidt investorerne får et fast driftssted ved investering via en dansk kapitalfond.

3.6.3. Sammenfatning

Overordnet set vil managementselskabet formentlig være en afhængig agent, jf. den nye art. 5, stk. 5, da der hermed er kommet mere flydende grænser for fuldmagtskravet. Det betyder, at managementselskabet formentlig vil være en afhængig agent, da de spiller den afgørende rolle, der leder til konklusion af kontrakt om køb og salg af porteføljevirksomhederne. Imidlertid vil managementselskabet formentlig stadig falde under undtagelsen i art. 5, stk. 6, der i store træk har den samme betydning som den gamle art. 5, stk. 6, som behandlet under afsnit 3.5.3.2. Desuden er det

med tilføjelsen af kravet om, at parterne ikke må være "*closely related*", blev understreget, at der ikke må være personsammenfald mellem komplementaren og managementselskabet.

Det kan endvidere få betydning, at komplementaren ikke kan være at anse som en uafhængig agent, jf. den nye art. 5, stk. 6. Det vil imidlertid alene få betydning, hvis komplementaren bliver anset som værende en afhængig agent, jf. art. 5, stk. 5, som behandlet i afsnit 3.5.3.1. Udfaldet heraf er imidlertid uklart.

Lovgivers angivelse af, at den nuværende anvendte struktur i den administrative praksis vil medføre et fast driftssted efter den nye affattelse af agentreglen, kan således ikke klart tiltrædes, idet managementselskabet formentlig stadig vil kunne falde under undtagelsen i art. 5, stk. 6. Investorerne vil derfor formentlig stadig undgå at få et fast driftssted, hvis de struktureres som oven for angivet. Imidlertid er det uklart, da der endnu ikke foreligger nogen praksis efter 2017-udgaven af modeloverenskomsten. I henhold til gennemgang oven for, risikerer investorerne derfor, at såvel managementselskabet samt komplementaren kan udgøre et fast driftssted.

3.7. Delkonklusion

Den foreslåede SEL § 2, stk. 7, i § 1, nr. 3, i L237, har til formål at undtage udenlandske passive investorer, der investerer via et K/S, fra at få et fast driftssted i Danmark. En fortolkning af den foreslåede SEL § 2, stk. 7, leder frem til, at investorerne i kapitalfonden vil være omfattet af fritagelsen i SEL § 2, stk. 7, 1. pkt., da en kapitalfond ikke udøver næringsvirksomhed. Der er hertil to værneregler; 1) at der ikke bliver udøvet næring, samt 2) at det ikke gælder hvis en fysisk eller juridisk person, som har en forbindelse med selskabet efter LL § 2, udøver erhvervsmæssig virksomhed i Danmark, hvori investeringsaktiviteter indgår som integreret led heri, jf. 2. pkt. Investorerne bliver således ikke fritaget fra at få et fast driftssted i kapitalfonden, hvis de er næringsdrivende. Dernæst vil anden værnregel komme i spil hvis en udenlandsk investor har en dansk filial, som den er koncernforbundet med efter LL § 2, og som udøver virksomhed, hvori investeringsaktiviteter indgår som et integreret led. Anden værnregel vil formentlig også komme i spil, hvis der er tale om en infrastrukturfond, som investerer direkte i eksempelvis en vindmøllepark. I de tilfælde, hvor fritagelsen ikke finder anvendelse, vil vurderingen af hvorvidt investorerne får et fast driftssted ved investering via en dansk kapitalfond, skulle foretages efter gældende ret.

Investorerne undgår at få et fast driftssted efter gældende ret, hvis kapitalfonden er struktureret som i figur 1, og såvel K/S'et som komplementaren alene har en c/o adresse hos en advokat eller lignende,

og ingen ansatte i øvrigt, men alene generalforsamling som øverste ledelsesorgan. Dernæst gælder det, at de ikke vil få et fast driftssted, hvis kapitalfonden; 1) afholder sin generalforsamling forskellige steder, og undgår at afholde dem i managementselskabets lokaler, 2) undgår personsammenfald i ledelsen og ejerskabet af komplementaren og managementselskabet, samt 3) lader managementselskabet foretage en eventuel medinvestering parallelt med kapitalfonden i et separat K/S. Desuden kan det fremføres, at managementselskabet vil udgøre en uafhængig agent, jf. art. 5, stk. 6, hvis det; 1) ikke er underlagt instruktionsbeføjelse fra kapitalfonden, 2) ikke er økonomisk afhængig af forvaltningsmandatet, 3) handler indenfor rammerne af selskabets sædvanlige aktivitet, samt 4) bærer risikoen for den udførte aktivitet med det sædvanlige rådgiveransvar. Hvis det er opfyldt, vil investorerne formentlig ikke få et fast driftssted efter gældende ret. Imidlertid må det sluttes, at der er en usikkerhed forbundet hermed, særligt grundet afgørelserne i SKM2013.899.SR, SKM2015.56.SR og 2016.448.SR. Det anbefales derfor fortsat, at der anmodes om at få et bindende svar, som bekræfter, at den pågældende struktur ikke medfører et fast driftssted for investorerne.

Den nye art. 5, stk. 5, i 2017-udgaven af modeloverenskomsten giver mere flydende grænser for fuldmagtskravet, hvilket medfører, at managementselskabet kan udgøre en afhængig agent. Managementselskabet spiller i praksis den afgørende rolle, der leder til konklusion af kontrakt om køb og salg af porteføljevirksohmhederne. Uanset bør managementselskabet dog stadig være undtaget af den nye art. 5, stk. 6. Desuden er det i kommentarerne til den nye art. 5, stk. 6, indført, at komplementaren ikke kan være at anse som en uafhængig agent, jf. art. 5, stk. 6. Det vil dog alene få betydning, hvis det konstateres, at det er relevant at behandle komplementaren efter agentreglen. Konklusionen heraf er imidlertid uklar, da Skatterådet afstod fra at begrunde på hvilket grundlag de afviste SKATs indstilling i SKM2016.448.SR, hvor SKAT havde indstillet, at komplementaren udgjorde en afhængig agent, jf. art. 5, stk. 5.

Kapitel 4: Økonomisk analyse

4.1. Introduktion til makroøkonomi

4.1.1. Indledning

Makroøkonomi behandler udviklingen i den samlede økonomi og den generelle økonomiske politik, herunder hvordan landets samlede produktion, beskæftigelse og ledighed påvirkes af faktorer såsom tiltag fra regeringen. Ét af hovedemnerne i denne afhandling er, hvilken betydning udenlandske direkte investeringer har for den økonomiske vækst i Danmark. Det er derfor relevant at undersøge, hvilke determinanter, der generelt er for økonomisk vækst. Indledningsvis skal det bemærkes, at man i økonomisk teori sonderer mellem *reale investeringer*, der henviser til investering i kapitalgoder, herunder køb af produktionsmidler i form af maskiner, bygninger og huse, og *finansielle investeringer*, som værende køb af eksempelvis guld, aktier og andre finansielle aktiver.¹⁹¹ En kapitalfond vil typisk købe kapitalandele i virksomheder, og foretager derfor finansielle investeringer. Virksomheden, der bliver investeret i, kan være i en situation, hvor den har brug for kapital til at foretage reale investeringer. Kapitalfonde vil således være med til at fremme antallet af reale investeringer, når de investerer i virksomheder. Det lægges derfor til grund i den økonomiske analyse, at kapitalfondes finansielle investeringer medfører reale investeringer. Det søges med den økonomiske analyse indledningsvis undersøgt, hvilken effekt realinvesteringer har på den økonomiske vækst. Forinden analysen gives en præsentation af det makroøkonomiske område og henholdsvis klassikerne og Keynes, for at præsentere den teori, der bliver brugt i nærværende afhandling. Afhandlingen ligger til grund, at der er tale om fuldkommen konkurrence, samt at investorerne er begrænset rationelle og profitmaksimerende.

4.1.2. Makroøkonomisk teori og historie

Makroøkonomien analyserer og beskriver som udgangspunkt den enkelte husholdning og virksomhed samt prisdannelsen på delmarkederne. Denne beskrivelse tager sit udgangspunkt i den neoklassiske tradition, og forudsætter desuden, at virksomhederne og husholdningerne er rationelle. De neoklassiske økonomer mente, at de principper, der gjaldt for et enkelt marked, ligeledes måtte gælde for hele markedet. Det betyder, at de anså makromarkederne for varer, arbejdskraft, penge og udenlandsk valuta som værende sammenlignelige. Såfremt alle markeder hver for sig var i ligevægt,

¹⁹¹ Blanchard et al., 2013, s. 43

måtte hele makroøkonomien være i ligevægt. Denne ligevægt er også betegnet som den generelle ligevægt.

Keynes betegnede de klassiske økonomer og neoklassikerne under ét som "Klassikerne". De klassiske økonomer var primært optaget af økonomisk vækst, hvorfor teorien også måtte indebære en prisdannelsesforståelse, og forståelse af hvordan ressourcerne blev anvendt. Adam Smith var her særligt fremtrædende, idet han var den første til at lave en samlet analyse af en markedsøkonomi med fri konkurrence, som ville fremtvinge en naturlig arbejdsdeling, der ville resultere i økonomisk vækst og velstand. At økonomien ville være selvregulerende kaldte han for den "usynlige hånd".¹⁹² Adam Smiths teorier, som blev grundlaget for den økonomiske liberalisme, har sidenhen dannet udgangspunktet for meget økonomisk forskning. De neoklassiske økonomer, der stammer fra sidst i 1800-tallet, havde netop forståelsen af, hvordan ressourcerne blev anvendt, som hovedemne. Én af de fremtrædende neoklassiske økonomer var Léon Walras, som var den første til at opstille en model, der analyserede prisdannelsen og ressourceanvendelsen samtidigt. Det blev senere afsættet for den generelle ligevægtsteori. Fælles for både den klassiske og neoklassiske økonomiske retning, var hovedprincippet om Say's lov. Say's lov er en hypotese om, at markedsøkonomien i vidt omfang anses som selvregulerende. Dvs., at markedet er i stand til at skabe fuld ressourceudnyttelse af eksempelvis arbejdskraften, idet markedsmekanismen sikrer, at der altid er et ønske om at købe, hvis der ligeledes er et ønske om at sælge. Say's lov behandler således de reale størrelser i økonomien, der er bestemt af reale priser, herunder produktion, beskæftigelse og den samlede efterspørgsel.¹⁹³ Keynes vendte sig i 1936 imod Say's lov i værket *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Keynes argumenterede imod de økonomer, han samlet kaldte for "Klassikerne", og mente ikke at efterspørgslen ville sikre fuld udnyttelse af ressourcerne, herunder fuld beskæftigelse, men fremførte derimod, at det er den samlede efterspørgsel, der bestemmer den mængde, der bliver produceret. Keynes beskæftigede sig med den *samlede* efterspørgsel, den *samlede* produktion, den *samlede* indkomst og den *samlede* beskæftigelse, og hans teori er således en egentlig makroøkonomisk teori, der i øvrigt blev afgørende for udviklingen af egentlige nationalregnskaber og megen økonomisk politik. Senere fik den grundlæggende neoklassiske tankegang på ny fremgang med bl.a. Milton Friedman i form af den monetaristiske teori og i den nyklassiske teori. Det har gjort, at der i dag er to primære hovedstrømninger indenfor økonomisk teori, med henholdsvis den keynesianske og den neoklassiske-monetaristiske-nyklassiske. Den keynesianske betragter i det store hele markedsøkonomien som effektiv, men anerkender ligeledes at der kan opstå problemer, hvor aktiv

¹⁹² Brink, 2001, s. 2

¹⁹³ Brink, 2001, s. 190

økonomisk politik indenfor efterspørgslen kan blive nødvendig. Den neoklassiske-monetaristiske-nyklassiske ser derimod efterspørgselsregulerende tiltag som skadelige, idet markedet i det store hele er effektivt og selvregulerende, men anerkender dog, at økonomisk politik til tider kan være nødvendig, hvis det er rettet mod udbudssiden, herunder særligt udbuddet af arbejdskraft.¹⁹⁴ Denne afhandling ønsker at beskrive determinanterne for den økonomiske vækst, særligt hvordan investeringer påvirker den økonomiske vækst. På den baggrund vil udgangspunktet særligt være den keynesianske teori, idet den er anvendelig til at forstå udviklingen i økonomien på såvel et empirisk som teoretisk grundlag, på baggrund af de økonomiske modeller udviklet hertil. Den neoklassiske teori vil dog ligeledes anvendes, særligt ved beskrivelsen af kapitalens betydning for væksten på lang sigt.

Den økonomiske analyse vil analysere påvirkningen på væksten på henholdsvis kort og lang sigt. Det er indenfor den økonomiske metodologi diskuteret, om det reelt set er muligt at opdele makroøkonomi i konjunkturudsving, der beskriver den kortsigtede udvikling, og vækst, der beskriver den langsigtede udvikling. Alligevel er det ofte gjort for at adskille kort og lang sigt. Det vil således også gøres i nærværende afhandling. Indledningsvis anskues makroøkonomien på et kortsigtet niveau. Det kortsigtede perspektiv anføres af Keynes som et væsentligt element for beskrivelsen af økonomien. Han mente, at det var usikkerheden i fremtiden, der kunne afholde husholdningerne og virksomhederne fra at forbruge og investere. Ifølge Keynes forøges usikkerheden jo længere frem i tiden økonomien anskues fra, fordi det er mere usikkert, hvad der vil ske på lang sigt fremfor på kort sigt. Herefter følger en analyse af de reale investeringers betydning på lang sigt. De neoklassiske teoretikere mente, at økonomien genoprettede sig selv, hvorfor det ikke i lige så høj grad var nødvendigt at behandle det kortsigtede marked, men at det i højere grad var nødvendigt at koncentrere sig om at skabe nogle fordelagtige rammer for den økonomiske vækst på lang sigt.¹⁹⁵

4.2. Investeringer og økonomisk vækst

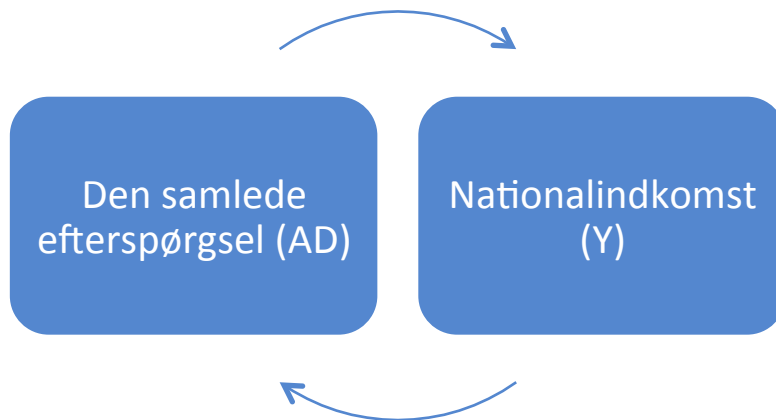
4.2.1. Den samlede efterspørgsel

For at analysere hvilken effekt investeringer har på den økonomiske vækst, må det indledningsvis klarlægges, hvad der er styrende for økonomisk vækst. I nationalregnskabet finder man tallene, der beskriver den samfundsøkonomiske udvikling, herunder BNP's størrelse. BNP er, som bekendt, et mål for værdien af et lands samlede produktion målt ved de faktiske markedspriser i en periode på

¹⁹⁴ Brink, 2001, s. 4

¹⁹⁵ Grell et al., 2016, s. 17-19

normalt ét år. Tallene i nationalregnskabet kan dog ikke alene forklare udviklingen. For at forklare udviklingen, skal det først klarlægges, hvorfor de forskellige økonomiske størrelser udvikler sig, som de gør. Til at forklare BNP's størrelse, tager den keynesianske teori særligt udgangspunkt i den samlede efterspørgsel. Her opstiller Keynes en model til at beskrive sammenhængen mellem efterspørgsel, produktion og beskæftigelse.¹⁹⁶ Som forkortelse for BNP, og dermed nationalindkomsten, anvendes bogstavet Y. Y tager i princippet udgangspunkt i udbud og efterspørgsel, men på makroniveau bliver sammenhængen mellem udbud og efterspørgsel mere kompliceret. Her skal man være opmærksom på den gensidige sammenhæng, der eksisterer imellem henholdsvis størrelsen af Y og den samlede efterspørgsel, som illustreret nedenfor i figur 5. Den samlede efterspørgsel afgør produktionsniveauet og dermed beskæftigelsen. Samtidig er den samlede produktion og beskæftigelsen afgørende for, hvordan købekraften er og derigennem den samlede efterspørgsel.



Figur 5: Sammenhæng mellem Y og AD
Kilde: Egen tilblivelse

Den samlede efterspørgsel (AD), er afhængig af en række faktorer, herunder forbrug (C), investeringer (I), statens forbrug og investeringer (G), og henholdsvis eksport (X) og import (IM) af varer og tjenester. Den samlede efterspørgsel kan således udtrykkes ved følgende funktion:

$$AD = C + I + G + (X - IM)$$

Nedenfor følger en nærmere beskrivelse af de enkelte faktorer for den samlede efterspørgsel.

¹⁹⁶ Brink, 2001, s. 25

4.2.2. Forbrug (C)

Forbrug beskrives som de goder og services, som forbrugere køber. Forbrugsudgifterne er den største del af den samlede efterspørgsel.¹⁹⁷ Der eksisterer en gensidig afhængighed mellem forbrug og den samlede indkomst i samfundet, hvorfor ændringerne i det private forbrug, er en af de vigtigste forklaringer på konjunkturudviklinger i samfundet.¹⁹⁸

Forbrugsfunktionen er bestemt af basisforbruget, c_0 , den marginale forbrugskvote, c_1 , og den disponible indkomst, Y_D . Det er udtrykt ved nedenstående funktion:

$$C = c_0 + c_1 * Y_D$$

Basisforbruget, c_0 , er uafhængig af indkomstens størrelse og er et udtryk for det minimumsforbrug, den enkelte forbruger vil have, uanset størrelsen på den disponible indkomst. Basisforbruget, c_0 , fortæller, hvad folk er villige til at forbruge, hvis en forbrugers disponible indkomst er lig 0 i et givent år, dvs. at følgende gælder: $Y_D = 0 \rightarrow C = c_0$. Det betyder, at selvom den nuværende indkomst er være lig 0, vil forbruget stadig være positivt, grundlæggende fordi at folk stadig har brug for at spise med eller uden indkomst. Det antyder at c_0 vil være positiv. Forklaringen på, at forbruget stadig vil være positivt, til trods for at indkomsten er nul, kan forklares med, at folk nedsparer, dvs., at de bruger af deres opsparing, låner penge eller sælger nogle af deres værdier.¹⁹⁹

Den disponible indkomst, Y_D , defineres som den indkomst, en forbruger har tilbage efter at have betalt sin skat til staten med tillæg af indkomstoverførsler²⁰⁰. Når den disponible indkomst stiger, vil det have en positiv effekt på forbruget. Modsætningsvis gælder det, såfremt den disponible indkomst falder. Det betyder, at den disponible indkomst bliver en funktion af forbruget. Den disponible indkomst beskrives ved nedenstående ligning:

$$Y_D = Y - T + R_0$$

Hvor T står for skatter beregnet som $T = T_0 + t_1 Y$, og R_0 står for indkomstoverførsler.

Dertil kommer den marginale forbrugskvote, c_1 , som er bestemt ved følgende funktion:

$$c_1 = \frac{\Delta C}{\Delta Y_D}$$

¹⁹⁷ Blanchard et al., 2013, s. 43

¹⁹⁸ Grell, 2016, s. 176

¹⁹⁹ Blanchard et al., 2013, s. 45-46

²⁰⁰ Indkomstoverførsler defineres som kontante udbetalinger fra det offentlige til borgerne, og dækker over bl.a. boligsikring, børnetilskud, osv.

Den marginale forbrugskvote, c_1 , er bestemt ved ændringen i forbruget, som følge af en ændring i den disponible indkomst. Den marginale forbrugskvote fortæller, hvilken effekt én ekstra krone i den disponible indkomst har på det samlede forbrug. Der er to naturlige restriktioner på c_1 ; henholdsvis at den skal være positiv, og at den skal være mindre end 1. At c_1 skal være mindre end 1 er givet ved, at forbrugeren enten kan vælge at forbruge eller at spare op, og at forbrugeren formentlige altid vil spare noget op, dvs. at $0 < c_1 < 1$. Størrelsen af c_1 er afhængig af den marginale opsparingskvote, s_1 , som er bestemt ved ændringen i opsparingen som følge af en ændring i den disponible indkomst:

$$s_1 = \frac{\Delta S}{\Delta Y_D}$$

Den marginale forbrugskvote og den marginale opsparingskvote vil altid summere til 1, dvs. at den marginale opsparingskvote ligeledes kan være bestemt ved $s_1 = (1 - c_1)$.

Et forbrug kan, på trods af en uændret disponibel indkomst, alligevel falde. Det kan eksempelvis forklares med, at forbrugeren bliver bekymret for fremtiden, og dermed beslutter sig for at henføre mere til opsparingen, hvorved s_1 stiger, hvilket medfører at c_1 falder. Sådanne bekymringer kan bl.a. opstå ved skriverier i pressen.²⁰¹

4.2.3. Investeringer (I)

Indledningsvis skal det bemærkes, at der sondres der mellem *reale investeringer* og *finansielle investeringer*. I den samlede efterspørgselsmodel repræsenterer I'et *reale investeringer*. Denne afhandling undersøger, som bekendt, hvilken effekt udenlandske direkte investeringer har på den økonomiske vækst, idet det søges besvaret hvilken effekt danske kapitalfondes køb af aktier i danske virksomheder har på den økonomiske vækst. Der opstilles i nærværende opgave dog den tese, at der ved køb af aktier i danske virksomheder er tale om en kapitalindsprøjtning, der muliggør *reale investeringer* i kapitalgoder. På den baggrund undersøges det således, hvilken effekt reale investeringer har på den økonomiske vækst (herefter benævnt investeringer).

Investeringer består dels af erhvervsinvesteringer, eksempelvis køb af nye fabrikker og maskiner, og dels af boliginvesteringer foretaget af husholdninger. Desuden kan investeringer opdeles i faste investeringer, der dækker over investeringer i nyt produktionsudstyr, og lagerinvesteringer, som udgør den ændrede lagerbeholdning. Faste investeringer og lagerinvesteringer kan samlet set betegnes som reale investeringer. Beslutningen om at investere, afhænger af hvorvidt afkastet af

²⁰¹ Blanchard et al., 2013, s. 53-54

investeringen forventes at blive positiv eller ej. Når en virksomhed overvejer at investere, vil den foretage en vurdering af hvilken meromsætning investeringen kan resultere i. Det sker ud fra en vurdering af fremtidige markedsforhold og afsætningsmuligheder, samt hvilke omkostninger, der er forbundet med investeringen, i hele investeringens levetid, eksempelvis lønninger, materialer osv. Der foretages således en samlet vurdering af den forventede profit ud fra en række variabler, der alle er baserede på forventede størrelser. Disse forventninger kan hurtigt skifte, hvorved investeringernes størrelse ligeledes hurtigt kan ændre sig. Forventningerne til fremtiden er vanskelige at indbygge i en model på en acceptabel måde, hvorfor investeringerne ofte antages at være eksogent bestemt, hvilket dog er meget forenklet. Selvom andelen af investeringerne nuvel er noget mindre end forbrugets andel, er investeringerne afgørende for den samlede efterspørgsel, i særdeleshed grundet den hurtige omskiftelighed.²⁰²

Udover forventningerne til fremtiden, afhænger investeringer, I , primært af to faktorer:

- 1) **Niveauet af salg** (Y). Hvis en virksomhed øger sit salg, vil den ligeledes skulle øge sin produktion, hvilket kan betyde, at virksomheden bliver nødt til at udvide sine produktionsmuligheder i form af nye maskiner, osv. Omvendt vil en virksomhed, hvis salg er faldende ikke have noget incitament til at investere.
- 2) **Rentesatsen** (i). Hvis en virksomhed skal købe en ny maskine, og bliver nødt til at låne penge hertil, gælder det, at jo højere lånerenten er, des mindre sandsynligt er det, at virksomheden vil købe maskinen og dermed foretage en investering. Hvis renten er for høj risikerer virksomheden, at den ekstra profit ved at købe den nye maskine, ikke vil dække rentekomkostningerne.²⁰³

Investeringerne, I , afhænger således positivt af en stigning i produktion/salg, Y (det antages for overblikkets skyld, at der ingen lagerinvesteringer skal foretages, hvorved salg og produktion er ens, så Y betegner såvel salg som produktion), og negativt af en stigning i renten, i . Det kan opsummeres i følgende funktion:

$$I = I(Y, i) \\ (+, -)$$

Renten, i , er fastsat ud fra ligheden mellem udbuddet og efterspørgslen af penge. Efterspørgslen efter penge er en funktion af den nominelle indkomst og den nominelle rente, hvilket betyder, at en stigning

²⁰² Brink, 2001, s. 29-30

²⁰³ Blanchard et al., 2013, s. 83

i den nominelle indkomst vil medføre en stigning i efterspørgslen af penge, samt at en stigning i rentesatsen vil medføre et fald i efterspørgslen af penge.²⁰⁴

4.2.4. Statens forbrug og investeringer (G)

Denne variabel, G, repræsenterer de goder og services, som staten køber. Services inkluderer bl.a. undervisning og politibeskyttelse leveret af offentlige medarbejdere, der bliver betalt af staten og gratis udbyder servicen til borgerne. Ligeledes består det offentlige forbrug af investeringer, som eksempelvis opførelse af broer, bygninger osv. Det skal bemærkes, at variabelen ikke indeholder overførsler fra staten til borgerne i form af eksempelvis sociale ydelser og renter på statsobligationer, idet der her ikke er tale om køb af varer og tjenester men alene en pengeoverførsel. Imidlertid vil lønninger til offentligt ansatte være inkluderet, idet det er en del af de services staten køber.

Størrelsen af G er bestemt af Folketinget og kommunerne. Statens udgifter til forbrug og investering er sammen med skatterne, T, afgørende for finanspolitikken, og vil per definition være bestemt af staten. Statens udgifter betragtes derfor som en eksogen variabel, hvilket betyder, at de anses som givne i formelen. Der forventes ikke at være en stabil sammenhæng mellem statens udgifter til forbrug og investering samt nationalindkomsten. Det skyldes, at staten ikke handler med samme regelmæssighed som forbrugere og virksomheder. Det kan derfor være vanskeligt at finde en pålidelig regel at tilskrive dem, som gjort for forbrugerne. Sidstnævnte argument er dog en smule misvisende, hvilket skyldes, at selvom staten ikke følger simple adfærdsmæssige regler, vil en del af deres adfærd alligevel være forudsigelig.²⁰⁵

4.2.5. Eksport (X) og import (IM)

I en åben økonomi indgår eksport og import i ligningen, hvilket er tilfældet for nærværende afhandling. Eksport repræsenterer indenlandske varer og tjenesteydelser, der sælges til udlandet, mens import repræsenterer udenlandske varer og tjenesteydelser, som er købt af indenlandske forbrugere, virksomheder og staten. Eksporten afhænger af udlandets samlede efterspørgsel samt af konkurrenceevnen i det givne land overfor udlandet. Der kan derfor ikke opstilles nogen sammenhæng mellem nationalindkomsten og eksporten. Derimod vil en ændring i den indenlandske økonomiske aktivitet have en effekt på importen. Importen består både af en såkaldt basisimport (IM_0), der består af nødvendighedsvarer, som vil blive importeret uanset, samt af den marginale

²⁰⁴ Blanchard et al., 2013, s. 87

²⁰⁵ Blanchard et al., 2013, s. 47

importkvote, im_1 . Den marginale importkvote, im_1 , er bl.a., ligesom eksporten, bestemt af konkurrenceevnen, idet de indenlandske og udenlandske producerede varer konkurrerer med hinanden. Hvor mærkbar virkningen af en ændring i den indenlandske økonomiske aktivitet bliver, afhænger af den marginale importkvote (im_1), der er bestemt ved følgende funktion:

$$im_1 = \frac{\Delta IM}{\Delta Y}$$

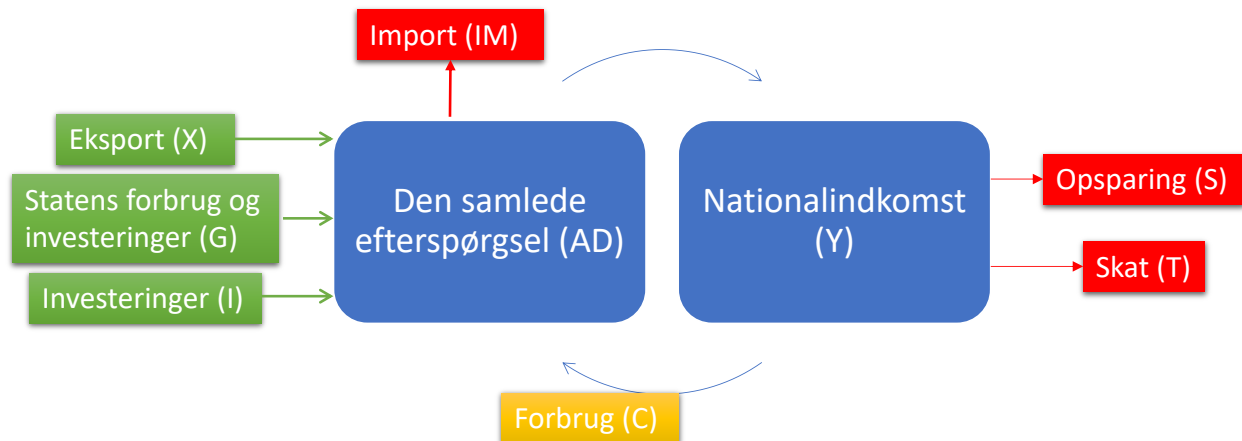
Den samlede import (IM) kan udtrykkes ved en funktion, som minder om forbrugsfunktionen:

$$IM = IM_0 + im_1 Y$$

Forskellen mellem eksport og import kaldes nettoeksport eller handelsbalancen. Såfremt eksport overstiger import, vil der være overskud på handelsbalancen, og omvendt underskud, hvis importen overstiger eksporten.

4.2.6. Ligevægten

Af ovenstående fremgår det, at flere af determinanterne for den samlede efterspørgsel er bestemt af nationalindkomsten. Den ovenfor fremførte gensidige sammenhæng i figur 5 mellem nationalindkomsten (Y) og den samlede efterspørgsel (AD), kan på baggrund af ovenstående gennemgang af de forskellige determinanter, nu udvides som vist i figur 6:

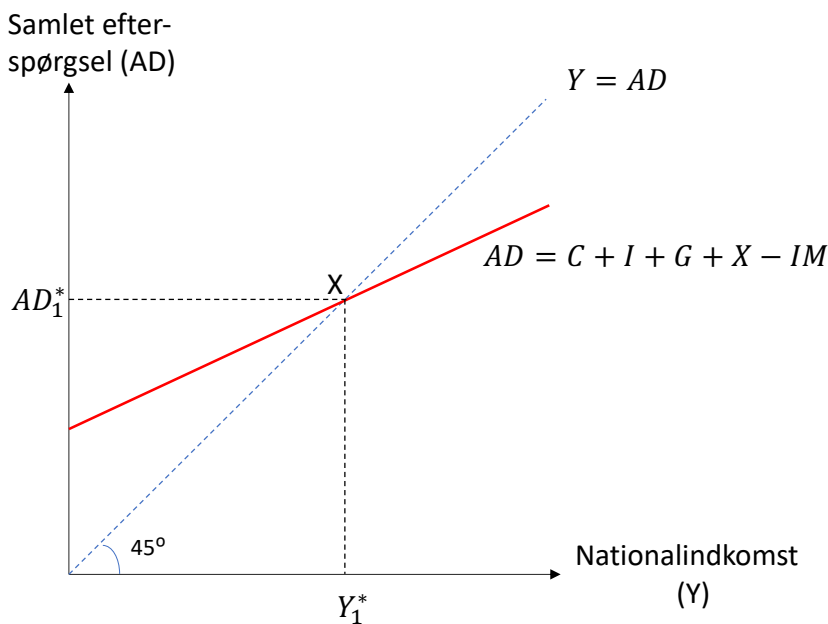


Figur 6: Udvidet sammenhæng mellem Y og AD
Kilde: Egen tilblivelse

Der er fortsat en gensidig sammenhæng mellem nationalindkomsten og den samlede efterspørgsel. Imidlertid kan det med udvidelsen af de øvrige determinanter ikke længere forventes, at efterspørgslen og nationalindkomsten vil være lige store. Import, opsparing og betalte skatter tages ud af kredsløbet, mens reale investeringer, eksport, statens forbrug og investeringer tilføres kredsløbet,

og det kan ikke uden videre forventes, at disse beløb er lige store. Hvis ligevægten skal opnås, må det der tages ud af kredsløbet således være lig med det, der tilføres kredsløbet.²⁰⁶

Den samlede efterspørgsel er, som nævnt ovenfor, beregnet ud fra sammenhængen: $AD = C + I + G + (X - IM)$. I den samfundsøkonomiske ligevægt vil det samlede udbud være lig den samlede efterspørgsel: $Y = AD$. I ligevægten gælder det således: $Y = C + I + G + (X - IM)$. Sammenhængen kan udtrykkes ved nedenstående figur 7, der viser hvordan den samlede efterspørgsel er bestemt.

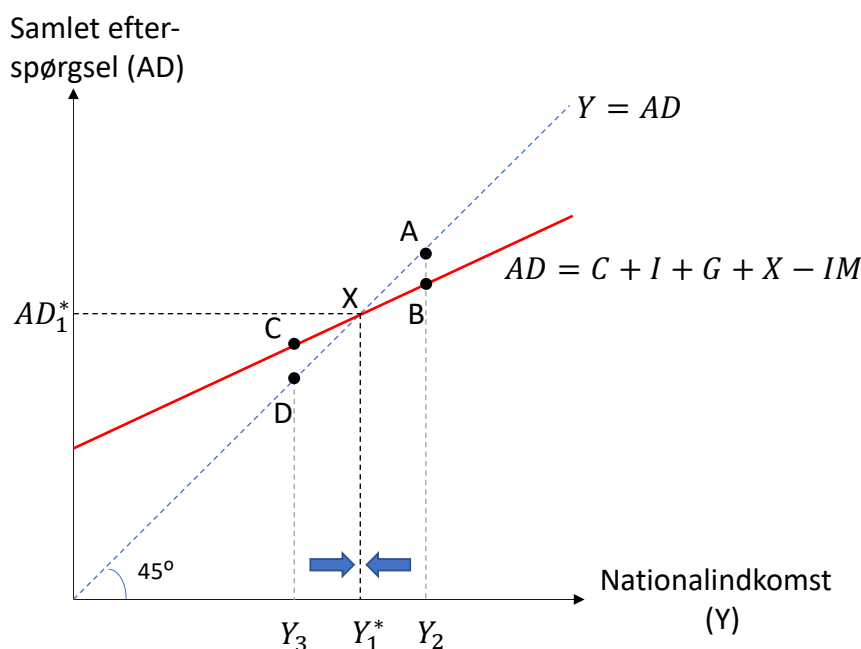


Figur 7: Den samfundsøkonomiske ligevægt
Kilde: Egen tilblivelse

På den vertikale akse i figur 7 er den samlede efterspørgsel (AD), mens nationalindkomsten (Y) er på den horisontale akse. På 45°-linjen er alle de punkter, hvor nationalindkomsten, Y, er lig den samlede efterspørgsel, AD, dvs. at den viser alle de punkter, hvor betingelsen $Y = AD$ er opfyldt. Dét punkt, hvor den samlede efterspørgselsfunktion ($AD = C + I + G + (X - IM)$), krydser med 45°-linjen ($Y = AD$) indikerer ligevægtpunktet, X, mellem nationalindkomsten, Y, og den samlede efterspørgsel i punktet (Y_1, AD_1) . Ligevægtpunktet X er det optimale punkt, og er derfor markeret med en stjerne *. Et ligevægtpunkt eksisterer kun, såfremt der er en tendens til, at økonomien vil tendere mod dette punkt. Det er imidlertid ikke helt ved siden af, som beskrevet neden for.

²⁰⁶ Grell et al., 2016, s. 185

Hvis nationalindkomsten er større end ligevægtspunktet, som i punkt A i figur 8, hvorved den samlede efterspørgsel er mindre end nationalindkomsten, som i forskellen mellem punkt A og B, vil virksomhederne have produceret for mange varer, som de ikke kan få solgt. Virksomhederne vil derfor producere mindre, hvorved nationalindkomsten falder indtil niveauet er tilbage ved ligevægtspunktet. Det er vist ved pilen mod venstre, hvorved Y_2 bliver til Y_1^* . Hvis nationalindkomsten derimod er mindre end ligevægtspunktet, som i punkt D, hvorved den samlede efterspørgsel vil være større end nationalindkomsten, som i forskellen mellem punkt C og D, vil virksomhederne sælge flere varer end de producerer. Virksomhederne vil derfor hæve produktionen, som vil få nationalindkomsten til at stige, niveauet igen er tilbage i ligevægtspunktet. Det er vist ved pilen mod højre, hvorved Y_3 bliver til Y_1^* .



Figur 8: Den samfundsøkonomiske ligevægt 2
Kilde: Egen tilblivelse

Ud fra forståelsen omkring ligevægtspunktet samt hvilken betydning den samlede efterspørgselsfunktion har på nationalindkomsten, kan det nu undersøges, hvordan de forskellige variabler i den samlede efterspørgselsfunktion kan ændre nationalindkomsten. Det undersøges ved hjælp af multiplikatoreffekten.

4.2.7. Multiplikatoreffekten

I samfundet sker der løbende ændringer i produktion og efterspørgsel, som følge af eksempelvis lav- eller højkonjunktur. Det kunne eksempelvis også være, at der sker en udvikling i nye måder at

producere på, som gør produktionen mere effektiv. På den måde kan der genereres en større omsætning ved lavere omkostninger. Det søges besvaret hvilken effekt en stigning i de reale investeringer har på den økonomiske vækst. En multiplikator beskriver andelen af en ændring i en endogen variabel i forhold til ændringen i en eksogen variabel, hvorved effekten af en stigning i de reale investeringer kan undersøges ved hjælp af multiplikatoreffekten.²⁰⁷

4.2.7.1. Udledning af multiplikatoreffekten

For at få det mest fuldendte billede af effekterne inddrages foruden den marginale forbrugskvote (c_1) ligeledes den marginale skattekvote (t_1) samt den marginale importkvote (im_1) ved udledning af multiplikatoren. Det antages, at c_1 , t_1 og im_1 forbliver konstante.

Multiplikatoren udledes ved hjælp af forbrugsfunktionen: $C = C_0 + c_1 Y_D$. Forbrugsfunktionen kan ved hjælp af formelen for den disponible indkomst: $Y_D = Y - T + R_0$, og formelen for hvordan skat er beregnet: $T = T_0 + t_1 Y$, omskrives til: $C = C_0 + c_1(Y - (T_0 + t_1 Y) + R_0)$. Ved at omskrive udtrykket fås: $C = C_0 + c_1 R_0 - c_1 T_0 + c_1(1 - t_1)Y$. Desuden anvendes importfunktionen, hvori den marginale importkvote indgår: $IM = IM_0 + im_1 Y$.

I den samlede efterspørgselsfunktion antages statens forbrug og investering (G), eksport af varer og tjenesteydelser (X) samt investeringer (I) at være eksogent bestemt, idet størrelserne heraf ikke tydeligt afhænger af nationalindkomsten størrelse. For at vise, at der er tale om eksogent bestemt variable noteres de på følgende måde: G_0 , I_0 og X_0 .

Ved at substituere ovenstående udtryk ind i den samlede efterspørgselsfunktion, får man følgende udtryk: $AD = C_0 + c_1 R_0 - c_1 T_0 + c_1(1 - t_1)Y + I_0 + G_0 + (X_0 - IM_0 + im_1 Y)$, som kan omskrives til:

$$AD = C_0 + c_1 R_0 - c_1 T_0 + I_0 + G_0 + X_0 - IM_0 + c_1(1 - t_1)Y + im_1 Y$$

For overblikkets skyld, kan modellens eksogent bestemte størrelser alle trækkes sammen til samme variabel, A , dvs. at $A = C_0 + c_1 R_0 - c_1 T_0 + I_0 + G_0 + X_0 - IM_0$. Ovenstående udtryk kan derfor omskrives til:

$$AD = A + (c_1(1 - t_1) + im_1)Y$$

²⁰⁷ Blanchard et al., 2013, s. 570

Som ovenfor angivet gælder det i ligevægten, at:

$$Y = AD = C + I + G + (X - IM)$$

På den baggrund må det således også gælde, at:

$$Y = A + (c_1(1 - t_1) + im_1)Y$$

Ved at omskrive ligningen fås:

$$Y = A * \frac{1}{1 - c_1(1 - t_1) + im_1}$$

Den generelle multiplikator i Keynes' model bliver derfor:

$$\frac{1}{1 - c_1(1 - t_1) + im_1}$$

Ud fra multiplikatoren kan man udlede multiplikatoreffekten på den samlede efterspørgsel af ændringer i de forskellige eksogent bestemte variabler.

4.2.7.2. Investeringsmultiplikatoren

Som nævnt ovenfor, beskriver en multiplikator andelen af en ændring i en endogen variabel i forhold til ændringen i en eksogen variabel, eksempelvis i form af andelen af en ændring i nationalindkomsten i forhold til en ændring i investeringer, som udtrykt ved $\frac{\Delta Y}{\Delta I_0}$. Det kaldes også investeringsmultiplikatoren:

$$\frac{\Delta Y}{\Delta I_0} = \frac{1}{1 - c_1(1 - t_1) + im_1}$$

Hvis I ændres, vil Y blive ændret med $\frac{1}{1 - c_1(1 - t_1) + im_1}$ gange ændringen i I:

$$\Delta Y = \frac{1}{1 - c_1(1 - t_1) + im_1} \Delta I$$

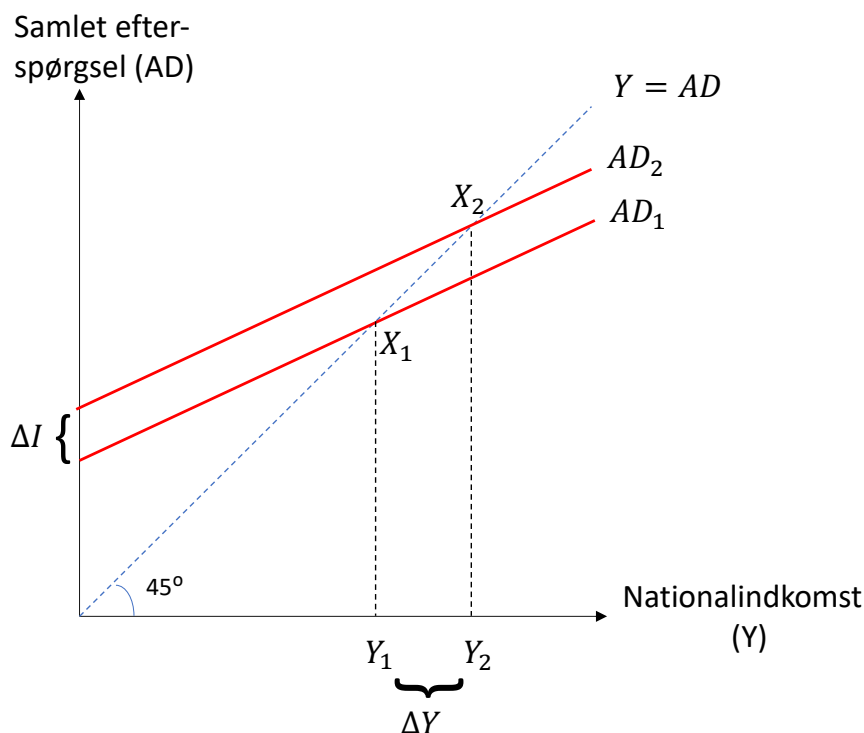
Det betyder reelt set, at en ændring i investeringerne vil lede til en større ændring i Y, end den initiale ændring i investeringerne lød på. Det gælder, fordi en stigning i investeringerne ligeledes leder til en stigning i forbruget ($c_1 * \Delta Y$). Stigningen i forbruget får efterspørgslen og indkomsten til at stige

yderligere, hvilket resulterer i gentagende stigninger i Y, som følge af den initiale stigning i I. Denne konklusion kan udledes ved hjælp af algebra.²⁰⁸

Hvis de reale investeringer stiger med 1 kr., vil det lede til en $\left(\frac{1}{1-c_1(1-t_1)+im_1}\right)$ 1 kr.-stigning i Y. Det afhænger af multiplikatorens størrelse, hvor stor stigningen i Y bliver. De enkelte marginale kvoter vil alle have en værdi mellem 0 og 1. Det antages i følgende model, at den marginale forbrugskvote er 0,5, og at henholdsvis den marginale skattekvote og den marginale importkvote er 0,1. I så fald bliver værdien af multiplikatoren følgende:

$$\frac{1}{1 - 0,5(1 - 0,1) + 0,1} = 1,54$$

En 1 kr.-stigning vil derfor resultere i en 1,54 kr. stigning i Y. Det kan på den baggrund bekræftes, at en stigning i I vil resultere i en større stigning i Y, end den initiale stigning i I, som det ligeledes grafisk er vist i figur 9 nedenfor.



Figur 9: Multiplikatoreffekten - graf
Kilde: Egen tilblivelse

²⁰⁸ Mishkin, 2004, s. 542-544

For at undersøge hvilken effekt de enkelte marginale kvoter har for størrelsen af multiplikatoreffekten, undersøges effekten med forskellige værdier af de enkelte variable.

Hvis den marginale forbrugskvote i stedet antages at være 0,8, grundet eksempelvis en mindre tilbøjelighed til at spare op, og de øvrige marginale kvoter forbliver de samme, vil værdien af multiplikatoren i stedet være:

$$\frac{1}{1 - 0,8(1 - 0,1) + 0,1} = 2,63$$

I det tilfælde vil en 1 kr. stigning derfor resultere i en 2,63 kr. stigning i Y.

Hvis den marginale forbrugskvote forbliver 0,5, og den marginale importkvote forbliver 0,1, men den marginale skattekvote stiger til 0,2, vil værdien af multiplikatoren være:

$$\frac{1}{1 - 0,5(1 - 0,2) + 0,1} = 1,43$$

Hvis den marginale forbrugskvote forbliver 0,5 og den marginale skattekvote forbliver 0,1, men den marginale importkvote stiger til 0,2, vil værdien af multiplikatoren være:

$$\frac{1}{1 - 0,5(1 - 0,1) + 0,2} = 1,33$$

På den baggrund kan det konkluderes, at des større forbrugstilbøjelighed der er, des større er multiplikatoreffekten. Omvendt gælder det, at jo større den marginale skattekvote og importkvote er, des mindre bliver multiplikatoren og dermed effekten på Y. Det kunne eksempelvis være grundet en højere skat eller en dårligere konkurrenceevne af indenlandske varer i forhold til udenlandske varer. Det kan summeres til følgende sammenhænge:

$$c_1 \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

$$t_1 \uparrow \Rightarrow Y \downarrow$$

$$im_1 \uparrow \Rightarrow Y \downarrow$$

På den baggrund kan det konkluderes, at en stigning i reale investeringer resulterer i en stigning i den økonomiske vækst, samt at det afhænger af størrelsen på den marginale forbrugskvote, den marginale skattekvote samt den marginale importkvote, hvor stor stigningen heraf reelt bliver.

4.2.7.3. Antagelser i multiplikatormodellen

Det antages, at c_1 , t_1 og im_1 forbliver konstante selvom Y stiger. Imidlertid kan det ske, at forbrugstilbøjeligheden og den marginale importkvote stiger i takt med at Y stiger. Det skal dog erindres, at modellen er kortsigtet, hvorfor det ikke er helt skævt at antage, at den marginale forbrugskvote og importkvote ikke vil ændre sig meget. Det antages endvidere, at der eksisterer ekstra ressourcer, i form af eksempelvis arbejdskraft og råvarer, til at øge produktionen i tilfælde af en real investering, som får efterspørgslen til at stige. I tilfælde af en 'flaskehals'-situation, dvs. når efterspørgslen efter eksempelvis arbejdskraft ikke modsvares af udbuddet, vil det blot resultere i højere priser og effekten af multiplikatoren vil derfor være begrænset. Det antages derfor, at der ikke er tale om en 'flaskehals'-situation.

4.3. Produktion og økonomisk vækst

Realinvesteringerne kommer, som bekendt, fra den kapital, der er rejst af virksomhederne og som kapitalfondene har indskudt. Spørgsmålet bliver derfor, hvilken betydning kapitalen har for produktiviteten og dermed væksten på lang sigt. Der vil således i indeværende afsnit tages udgangspunkt i væksten på lang sigt, ved at analysere udbuddet af kapitalens påvirkning på produktionen og dermed væksten.²⁰⁹

I det følgende antages det, at der er to variabler; 1) Kapital (K), og 2) Arbejdskraft (N), samt at funktionen af den samlede produktion er givet ved:

$$Y = F(K, N)$$

Det kaldes ligeledes produktionsfunktionen. Y er den samlede produktion, som ovenfor er angivet som den samlede indkomst (BNP). K angiver kapitalen, dvs. summen af alle maskiner, produktionsanlæg og kontorbygninger, der er i økonomien. N angiver arbejdskraften, dvs. antallet af arbejdere, der er tilstede i økonomien. Funktionen F fortæller hvor stor en mængde, der bliver produceret, for et givet niveau af kapital og arbejdskraft. Spørgsmålet er derfor, hvad der er afgørende for, hvor stor en mængde, der kan produceres. Her synes særligt teknologien at spille en rolle. Et land, hvor teknologien er udviklet, vil kunne producere en større mængde, end et land, med samme kapital og arbejdskraft til rådighed, såfremt landet ikke er lige så teknologisk udviklet.²¹⁰

²⁰⁹ Ofte efter 50 år.

²¹⁰ Blanchard et al., 2013, s. 296

For nærværende afhandling er det hovedsageligt kapitalen, der er af betydning, hvilket betyder at det antages at N holdes konstant. Det er således væsentligt at klarlægge, hvad en ændring i kapitalen har af betydning for den økonomiske vækst. Loven om konstant skalaafkast²¹¹ foreskriver, at såfremt både kapital og arbejdskraft fordobles, vil den samlede produktion ligeledes blive fordoblet. Spørgsmålet er således, hvordan den samlede produktion vil ændres, såfremt det alene er kapitalen der øges. Det synes intuitivt, at produktionen vil stige. Imidlertid må stigningen i produktionen forventes at stige mindre, for hver kapitaltilførsel.²¹² Det er eksempelvis tilfældet, når investorerne investerer i virksomheden, og der indkøbes nye maskiner. Den første maskine, som måske har været efterspurgt længe, vil medføre en stigning i produktionen. Jo flere maskiner, der tilføres virksomheden, des mindre betydning vil de have for produktionen. Den sidste maskine, der anskaffes, vil måske være overflødig og derfor ikke medføre vækst i produktionen. Det betegnes som aftagende skalaafkast²¹³. Den ovenstående produktionsfunktion og antagelsen om konstant skalaafkast indikerer, at der er en sammenhæng mellem produktion pr. arbejder ($\frac{Y}{N}$) og kapital pr. arbejder ($\frac{K}{N}$). Det antages, at arbejdskraft pr. arbejder holdes konstant ($\frac{N}{N} = 1$). Sammenhængen er udtrykt ved følgende funktion:

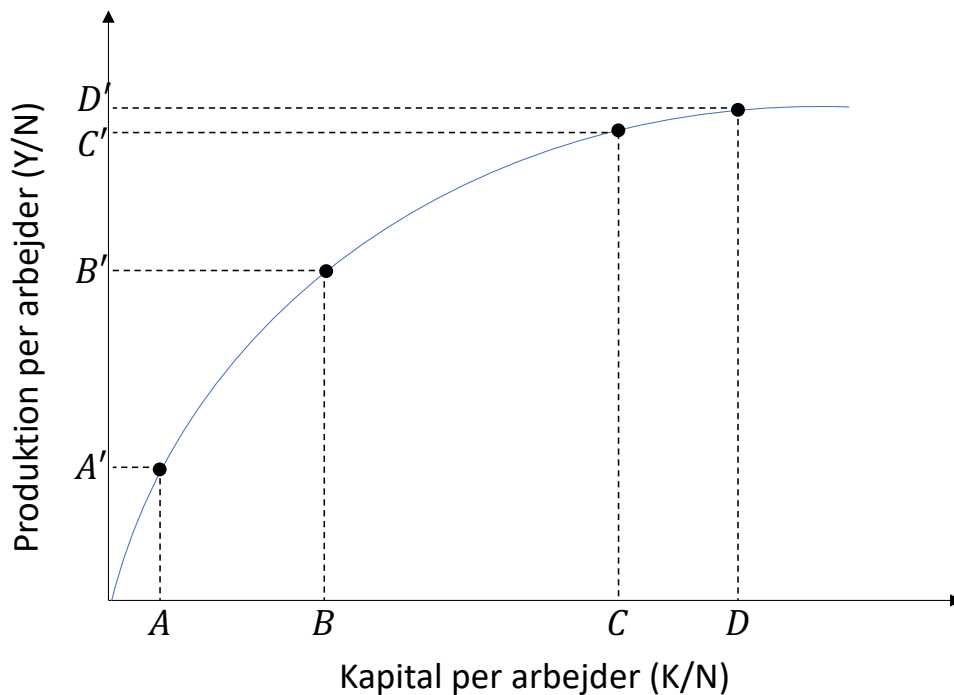
$$\frac{Y}{N} = F\left(\frac{K}{N}, \frac{N}{N}\right) = F\left(\frac{K}{N}, 1\right)$$

Denne sammenhæng er angivet i figur 10, hvor produktion pr. arbejder er angivet på den vertikale akse og kapital pr. arbejder er angivet på den horisontale akse. Det ses af figuren, at relationen mellem de to er angivet ved en konkav kurve. Af kurven fremgår det, at når kapitalen pr. arbejder stiger, vil det medføre en stigning i produktion pr. arbejder. Af kurven kan det endvidere ses, at når kapital pr. arbejder stiger fra eksempelvis B til C i figuren, vil det medføre en mindre stigning i produktion pr. arbejder, angivet som forskellen mellem B' til C'. Figuren viser således det førmtalte aftagende skalaafkast. Såfremt der allerede er investeret en vis kapital per arbejde, risikeres det, at en stigning i investeringerne ikke bliver modsvaret af en tilsvarende stigning i produktiviteten.

²¹¹ Tilsvarende på engelsk: "Constant return to scale"

²¹² Blanchard et al., 2013, s. 297

²¹³ Tilsvarende på engelsk: "Decreasing return to capital"



Figur 10: Produktion og kapital per arbejder
Kilde: Egen tilblivelse

Ovenstående indikerer således, at kapitalen kan være med til at skabe vækst. Imidlertid er der ligeledes en grænse for, hvor meget vækst kapitalen medfører, som følge af det aftagende skalaafkast. Det betyder, at på lang sigt vil en konstant stigning i produktion pr. arbejder kræve mere og mere kapital pr. arbejder, hvilket formentlig på et tidspunkt vil medføre, at økonomien ikke længere er villig til at investere i virksomheden. Kapitalfonde vil formentlig alene foretage en investering i en virksomhed, såfremt de har mulighed for at få modsvaret deres investering i kapital pr. arbejder med en højere produktivitet pr. arbejder.

Det er i nærværende afsnit alene realkapital der er behandlet, dvs. den kapital, der investeres i et produktionsapparat. Som nævnt i det indledende afsnit hertil, eksisterer der flere former for kapital, herunder eksempelvis kapital i form af menneskelig arbejdskraft. Herom kan det nævnes, at økonomier med veluddannede mennesker i højere grad er produktive end i økonomier, hvor mennesker hverken kan læse eller skrive. Det skyldes, at veluddannede arbejdere er bedre rustet til at udføre mere komplekse opgaver og nemmere kan navigere med uventede komplikationer.²¹⁴

²¹⁴ Blanchard et al., 2013, s. 321

Det kan af ovenstående gennemgang konstateres, at investeringer i realkapital har en positiv effekt på den økonomiske vækst. For at kunne investere i realkapital, er det imidlertid væsentlig at kunne rejse finansiell kapital. Finansiell kapital er defineret som penge eller andre former for aktiver, der kan fungere som penge.²¹⁵ Det synes derfor væsentlig at behandle den finansielle kapital, og i hvilket omfang Danmark kan sikre sig kapitalen, for at øge den økonomiske vækst.

4.4. Udenlandske direkte investeringer

4.4.1. Indledning

Som bekendt vil kapitalfonde bl.a. anvende finansiell kapital til at foretage realinvesteringer i de virksomheder, de investerer i. Disse realinvesteringer er med til at skabe vækst i Danmark, jf. multiplikatoreffekten. Som nævnt i afsnit 2.7. står kapitalfonde for en ikke uvæsentlig andel af de investeringer, der foretages i Danmark, hvorfor det er relevant at klarlægge, hvor den finansielle kapital stammer fra, samt hvordan den tiltrækkes. Afhandlingen behandler alene investeringer, der stammer fra udenlandske investorer, hvorfor det synes relevant at klarlægge markedet for den finansielle kapital ud fra et globalt perspektiv. Det gøres ved at foretage en analyse af udenlandske direkte investeringer. Indledningsvist, defineres det, hvad der skal forstås ved udenlandske direkte investeringer. Herefter følger en analyse af, hvordan udviklingen af de udenlandske direkte investeringer har været på et globalt plan samt, hvordan de forventes at udvikle sig. I forlængelse heraf vil det blive klarlagt, hvorvidt Danmark har et marked for udenlandske direkte investeringer og i givet fald, hvordan udviklingen har været. Til sidst følger en analyse af, hvilke determinanter, der påvirker de direkte udenlandske investeringer, for at belyse, om Danmark er rustet til at tiltrække direkte udenlandske investeringer. Følgende afsnit har således til formål at analysere markedet for finansiell kapital, og om Danmark er et attraktivt investeringsland for udenlandske investorer, der investerer via en kapitalfond.

4.4.2. Definition af udenlandske direkte investeringer

Udenlandske direkte investeringer, også kaldet FDI, er defineret som investeringer, foretaget af investorer i ét land, der har til formål at etablere en længerevarende investering i en virksomhed, der er beliggende i et andet land.²¹⁶ Investorerne kan være virksomheder såvel som private personer. I

²¹⁵ Frank et al., 2013, s. 534

²¹⁶ Direkte investeringer er en finansiell investering, hvilket betyder, at de indgår i betalingsbalancens finansielle poster, der sammen med de løbende poster og kapitaloverførsler udgør Danmarks betalingsbalance overfor udlandet.

nærværende afhandling antages det, at investorerne er institutionelle investorer, som derfor er organiseret som en virksomhed. Både Nationalbanken såvel som OECD har defineret, at for at der kan være tale om direkte investeringer, er det en forudsætning, at der ejes mere end 10% af egenkapitalen eller stemmerettighederne i en virksomhed. Tærsklen er fastsat for at indikere, hvornår en investor har indflydelse på driften og ledelsen i virksomheden. Såfremt denne indflydelse ikke er tilstede, vil investeringerne i stedet blive betragtet som direkte porteføljeinvesteringer. Formålet med de to typer af investeringer er ikke den samme, da en investor, der alene investerer i direkte porteføljeinvesteringer, ikke vil være interesseret i at have kontrol over ledelsen eller virksomheden som sådan, hvilket modsat vil være tilfældet ved direkte investeringer. Investeringer foretaget gennem en kapitalfond, der sammen med andre investorer opnår en ejerandel på mere end 10%, vil normalt blive anskuet som en direkte investering.²¹⁷ Det ligger derfor til grund, at udenlandske investorers investeringer i Danmark via en dansk kapitalfond, vil blive betragtet som direkte investeringer.

Der skelnes mellem indadgående og udadgående direkte investeringer. De indgående direkte investeringer er, når en udenlandsk virksomhed investerer i eksempelvis Danmark. De udadgående direkte investeringer er, når eksempelvis en dansk investor investerer i en virksomhed, der er beliggende i et andet land end Danmark. Når der i nærværende afhandling henvises til udenlandske direkte investeringer, vil det udelukkende være af indadgående art, medmindre andet er angivet. Udenlandske direkte investeringer kan foretages på tre måder; 1) opstart af en ny virksomhed (greenfield investeringer), 2) fusion og opkøb af andre virksomheder (M&A), eller 3) kapitaludvidelser i eksisterende virksomheder. En kapitalfond vil kunne foretage alle tre typer af direkte investeringer.

4.4.3. Den globale udvikling af udenlandske direkte investeringer

Som følge af globaliseringen, er det indenfor de senere år blevet mere tilgængeligt at investere på tværs af landegrænser. Denne tilgængelighed medfører, at de direkte investeringer bliver af større betydning, da de skaber en stabil og længerevarende relation mellem økonomier. Desuden kan de udenlandske direkte investeringer være en indikator på, hvordan den globale økonomi er, samt hvor åben et lands økonomi er.²¹⁸ Investeringerne fremmer tilførsel af teknologi og vidensdeling mellem lande, og medfører at virksomhederne i landet, hvori investeringen foretages, kan fremme deres

²¹⁷ Bhat, 2012 s. 14-16

²¹⁸ Andersen et al., 2013, s. 99

produkter i et mere internationalt perspektiv.²¹⁹ Det synes derfor væsentlig at beskrive udviklingen og markedet for direkte investeringer i henholdsvis et internationalt og dansk perspektiv.

Markedet for globale direkte investeringer belyses med udgangspunkt i *"World Investment Report 2017"*, som er en rapport udarbejdet af United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). UNCTAD, er en mellemstatslig organisation²²⁰, der har til formål at hjælpe lande, hvis økonomi er i udvikling, med at drage fordel af den globale udvikling indenfor økonomien.²²¹ UNCTAD udarbejder derfor årligt en række rapporter, der belyser den økonomiske udvikling indenfor finansielle investeringer. Landene kan anvende rapporterne som en vejledning til, hvordan det finansielle marked ansues, samt hvad der er væsentligt at holde sig for øje i fremtiden. Til trods for at rapporten kan have en vis politisk agenda, anvender afhandlingen primært rapportens statistiske analyse, som det ikke vurderes at betvivle rigtigheden af. UNCTAD's *"World Investment Report 2017"*, vil derfor danne grundlaget for beskrivelsen af den globale udvikling af udenlandske direkte investeringer.

Når der udarbejdes opgørelser af udenlandske direkte investeringer indgår, foruden de typiske udenlandske direkte investeringer, ligeledes fremmedkapital i form af koncernlån. Dvs., hvis et udenlandsk selskab opretter et datterselskab i Danmark, som de låner penge til, vil dén pengestrøm indgå i de indadgående direkte investeringer i Danmark. For nærværende afhandling vil udviklingen i koncernlån ikke være relevant, idet det antages, at kapitalfonde alene foretager egenkapitalinvesteringer og ikke fremmedkapitalinvesteringer. Imidlertid har det en betydning for statistikken, idet statistikken derfor ikke alene indeholder egenkapitalinvesteringerne. Endvidere har den ovenfor angivne tærskelværdi på 10%, der angiver grænsen for, hvornår der foreligger udenlandske direkte investeringer og ikke alene direkte porteføljeinvesteringer, betydning for statistikkerne. Det skyldes, at sammenligningen med andre landes udenlandske direkte investeringer kan have en vis fejlmargen, idet tærskelværdien kan være forskellig sat fra ét land til et andet. Denne fejlmargen vurderes ikke at være af signifikant betydning for afhandlingen. Det skal endvidere bemærkes, at værdien af udenlandske direkte investeringer kan være forbundet med en vis

²¹⁹ OECD Factbook, 2016, s. 78

²²⁰ En organisation, der har stater som medlemmer. Organisationen kan ikke vedtage regler, der har direkte virkning for medlemmerne. Det er alene de regler, som medlemmer bliver enige om, der gælder for samarbejdet. UNCTAD er en del af FN som ligeledes er en mellemstatslig organisation.

²²¹ Henvielse til "about us" på UNCTAD's hjemmeside: <http://unctad.org/en/Pages/aboutus.aspx>, besøgt d. 30/4-2018

usikkerhed. Det skyldes bl.a., at det kan være vanskeligt at bestemme markedsværdien af den virksomhed, der investeres i, når den ikke er børsnoteret^{222, 223}

Nedenstående figur 11, udarbejdet af UNCTAD, viser udviklingen af udadgående såvel som indadgående globale direkte investeringer fra 2005 til 2016. Desuden indeholder figuren en indikation af, hvordan de globale direkte investeringer forventes at udvikle sig for 2017 og 2018. Det ses af figuren, at udviklingen af de globale direkte investeringer igennem en årrække har været volatile. Den grå linje viser den totale globale udvikling i direkte investeringer. Den grønne linje viser udviklingen for avancerede økonomier²²⁴. Den orange linje viser udviklingen for økonomier i vækst²²⁵ og den blå linje viser udviklingen for overgangsøkonomier²²⁶. Det højeste niveau for de totale globale direkte investeringer var i 2007, hvorefter de i 2008 og 2009 faldt markant, hvilket formentlig kan tilskrives finanskrisen. Efter 2009 skete der en stigning i de globale direkte investeringer alene med et afbræk i 2014, hvilket hovedsageligt skyldes en, på det tidspunkt, ustabil global økonomi, politisk usikkerhed for investorerne samt en stigende geopolitisk²²⁷ risiko.²²⁸ Efter 2014 er de totale globale investeringer steget. Til trods for at de ikke har genvundet niveauet for 2007, synes de alligevel at være på vej derop.

²²² En børsnoteret virksomhed er værdiansat direkte af markedet, hvorimod prisen på en ikke-børsnoteret virksomhed må foretages på baggrund af en subjektiv vurdering af eksempelvis nøgletal i årsregnskaberne. Markedsværdien af virksomheden danner grundlaget for beregningen af værdien af den udenlandske direkte investering.

²²³ Isaksen et al., 2016, s. 56.

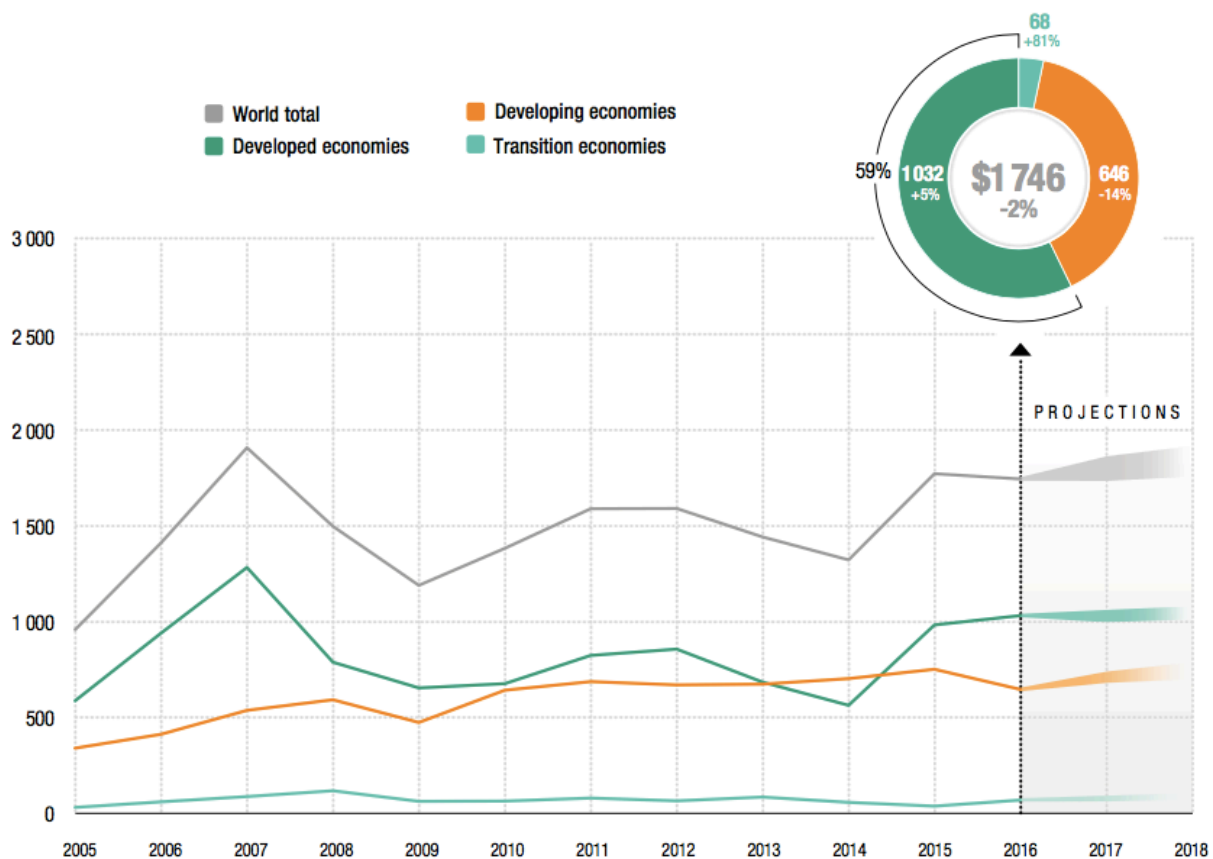
²²⁴ Lande der er medlem af OECD (undtaget Chile, Mexico, Korea og Tyrkiet) samt lande der er medlem af EU, men ikke er medlem af OECD.

²²⁵ De resterende lande, der ikke er defineret som avancerede økonomier eller overgangsøkonomier. Det kunne eksempelvis være Kina. For så vidt angår Kina er data fra Hong Kong dog ikke indeholdt.

²²⁶ Som eksempelvis Rusland og Georgien.

²²⁷ Studier af politiske enheder, især staters handlemuligheder, ud fra geografiske forhold. Der henvises ofte til "den indelukkede stat", som er en stat uden adgang til havet (eks. Bolivia), eller "bufferstaten", som er en mindre stat beliggende mellem to rivaliserede stormagter og indflydelses- og interessesfære, dvs. en stat, hvor en stormagt hævder sin særstilling om nødvendigt ved direkte politisk eller militær intervention.

²²⁸ UNCTAD, 2015, s. ix



Source: ©UNCTAD, FDI/MNE database (www.unctad.org/fdistatistics).

Figur 11: Globale direkte investeringer
Kilde: UNCTAD

Det ses af figur 11, at de totale globale direkte investeringer faldt med 2% i 2016 sammenlignet med 2015.²²⁹ Faldet kan formentlig tilskrives et fald i de direkte investeringer i lande med vækstøkonomi (orange linje). Det skyldes, at faldet ikke blev modsvaret af en tilsvarende stigning i direkte investeringer i avancerede økonomier (grøn linje) samt i overgangsøkonomier (blå linje)²³⁰. Figuren indeholder endvidere forudsigelser for 2017 og 2018, hvoraf det ses, at det forventes, at der vil ske en stigning i de globale direkte investeringer indenfor alle typer af økonomier. Rapporten beskriver, at forventningen om, at de direkte investeringer igen vil stige, bygger på det opsving, der har været i økonomien, som har givet et forøget virksomhedsoverskud. Det vil formentlig øge erhvervslivets tillid til markedet og dermed skabe en appetit for virksomhederne til at investere yderligere. Rapporten forklarer endvidere, at konjunkturobygningen indenfor industri og handel formentlig medfører, at

²²⁹ Der er endnu ikke udgivet en rapport for 2017, hvorfor der tages udgangspunkt i tal fra 2016.

²³⁰ Økonomier, der går fra at være centralstyret til at være frie. Det kunne eksempelvis være den tidligere Sovjet Union samt Polen, Ungarn og Bulgarien.

der vil ske en stigning af investeringer i virksomheder, der er placeret i avancerede økonomier (herunder Danmark), hvorimod stigningen i lande, hvis økonomi er i vækst, vil være moderat, på grund af stramninger inden for handelspriserne.

Den moderate stigning, der forventes for 2017, afspejler; en økonomi i vækst i alle større lande, en styrket udvikling på aktiemarkedet samt et opsving i handelsvolumen. Det understøttes af en spørgeundersøgelse udarbejdet på baggrund af virksomheder rundt om i verden. Spørgeundersøgelsen er foretaget af UNCTAD til brug for udarbejdelsen af rapporten.²³¹ De spurgte virksomheder vurderes at være sammenlignelige med investorerne, der behandles i nærværende afhandling. Af spørgeundersøgelsen fremgik det, at de adspurgte virksomheder alle havde et positivt syn på fremtiden, idet de troede på, at den økonomiske fremgang ville være med til at styrke og polstre investeringerne de kommende år. De adspurgte virksomheder vurderede dog, at der ligeledes vil være usikkerheder for investeringsklimaet. Sådanne usikkerheder kunne særligt være i form af stigende geopolitiske risici samt politik usikkerhed, herunder særligt Brexit, der medfører en del nye forhandlinger af handelsaftaler. Endvidere nævnes den dengang endnu ikke vedtagende skattereform i USA, der formentlig medfører, at amerikanske virksomheder bliver beskattet hårdere af deres afkast på investeringer foretaget i udlandet. De forventede, at det ville være en faktor, der mærkant ville kunne påvirke de globale direkte investeringer.²³² Det kan således sluttet, at til trods for et fald i de globale direkte investeringer i 2016 forventes det, at der vil ske en stigning i de globale direkte investeringer de kommende år, som formentlig skyldes den økonomiske fremgang, der har været de seneste år. Det betyder derfor, at når markedet for udenlandske direkte investeringer skal analyseres, er en af nøglebegreberne; økonomisk vækst. Den globale økonomiske vækst forudsiges fortsat at ville stige inden for de næste par år i henhold til rapporten fra UNCTAD. Væksten i de avancerede økonomier forventes at stige, grundet tilliden til markedet, samt en lempeligere finanspolitik i USA og et konjunkturopsving i Europa og Japan. Det er dog ikke kun allerede avancerede økonomier, der forventes forsat at have en økonomisk vækst. Både økonomier i vækst samt overgangsøkonomier, vil formentlig ligeledes opleve en økonomisk vækst de kommende år. Denne udvikling skyldes såvel Kinas fremgang, samt en stærk økonomisk udvikling i eksport af naturressourcer, idet især råvarepriserne stiger. Forbedringen af den globale makroøkonomiske udvikling, og forventningen om

²³¹ Spørgeundersøgelsen er udarbejdet på baggrund af spørgeskemaer rettet til lederne af de 5000 største multinationale virksomheder i verden. Spørgsmålene er designet til at lederne kan angive deres syn på, hvordan det globale investeringsklima er samt deres forventede ændringer til deres egen virksomheds direkte investeringer. Desuden giver spørgeskemaet lederne mulighed for at beskrive, hvad de ligger vægt på, når de skal foretage direkte investeringer. *"World Investment Prospects Survey, 2014-2016"*, s. 17

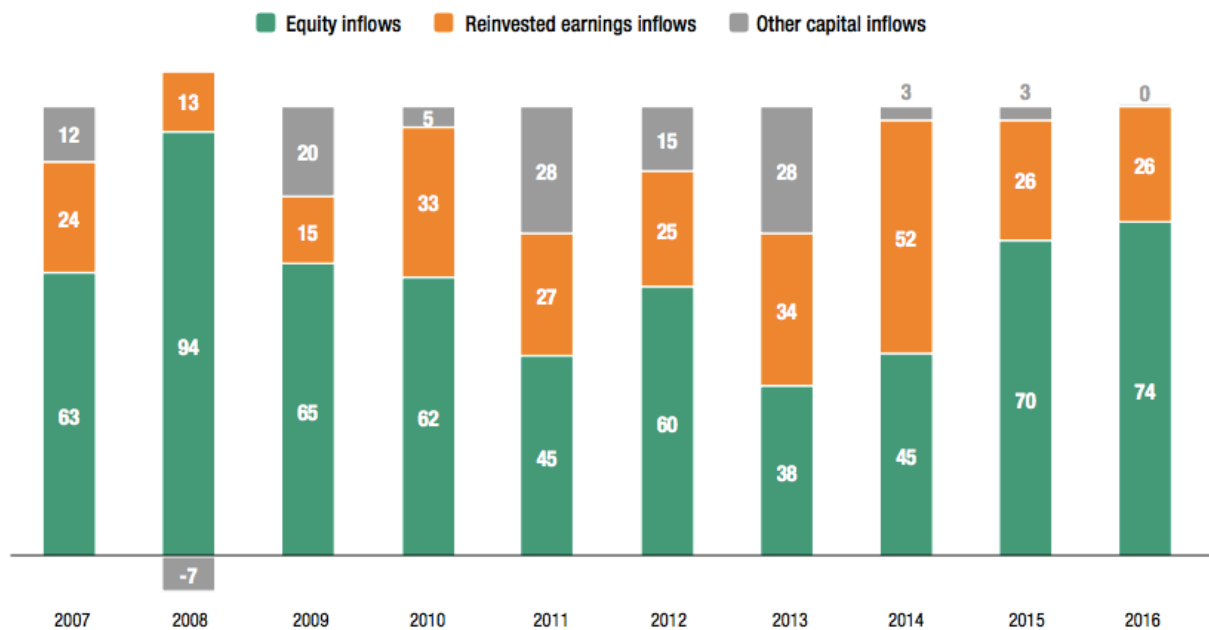
²³² UNCTAD, 2017, s. 3

en beskeden stigning i råvarepriser, vil have en direkte effekt på virksomhedernes profit samt deres lønsomhed. Stigende profiler vil formentlig medføre en stigning i virksomhedernes aktier, som derfor vil styrke værdien af grænseoverskridende transaktioner (M&A). Imidlertid bemærkes det, at en stigning i udlånsrenten vil kunne begrænse en eventuel finansiering af investeringerne, idet en rentestigning vil medføre større udgifter for investorerne og dermed i sidste ende påvirke deres profit negativt. For investorer, der er beliggende i lande med vækstøkonomi, vil en rentestigning, der sker samtidigt med en værdiforringelse af landets valuta, have en negativ effekt på de direkte investeringer. Det skyldes, at et lån, der er foretaget i et andet lands valuta (eksempelvis dollars), til en direkte investering i det andet land, vil medføre, at det bliver dyrere for investoren.²³³ Til trods for de anførte risici for den globale økonomiske udvikling, synes UNCTAD alligevel at kunne udlede, at tilliden til økonomien er voksende, særligt hos avancerede økonomier, hvilket forventes at medføre en stigning i de globale direkte investeringer.

Til trods for, at de globale direkte investeringer i 2016 faldt med 2%, synes det ikke at være på grund af et fald i egenkapitalinvesteringerne. UNCTAD's rapport angiver en opgørelse af, hvordan udviklingen af globale direkte investeringer, har været i perioden fra 2007-2016, fordelt på tre kategorier. I den forbindelse beskriver rapporten, at det hovedsageligt er koncernlån, der kan tilskrives faldet i de globale direkte investeringer. Det betyder derfor, at selvom de totale globale investeringer i 2016 faldt med 2%, var der alligevel en stigning i egenkapitalinvesteringer, hvilket bl.a. kan tilskrives flere M&A investeringer på tværs af landegrænser. Der skete endvidere en stigning i greenfield investeringer, hvilket primært skyldes et begrænset antal investeringer, som dog var af væsentlig volumen.²³⁴

²³³ UNCTAD, 2017, s. 4-5

²³⁴ UNCTAD, 2017, s. 11



Source: ©UNCTAD, FDI/MNE database (www.unctad.org/fdistatistics).

Figur 12: Globale direkte investeringer fordelt på kategorier
Kilde: UNCTAD

Ovenstående figur 12 viser de globale direkte investeringers tilstrømninger fordelt på tre kategorier; 1) den grønne afspejler egenkapitalinvesteringer, 2) den orange afspejler reinvesteringer af afkast, og 3) den grå afspejler de resterende. Det ses ud fra figuren, at der de seneste år er ske en markant stigning af investeringer via egenkapital. For så vidt angår nærværende afhandling synes det at være interessant, at det netop er egenkapitalinvesteringerne, der de seneste år er steget, idet det typisk vil være en sådan investering, der vil blive foretaget via en kapitalfond.

Til trods for, at de direkte investeringer på egenkapitalområdet er steget på globalt plan, kan stigningen primært tilskrives USA. Det skyldes, at de totale direkte investeringer i Europa faldt i 2016 med 5,83% sammenlignet med 2015.²³⁵ I april 2018 offentliggjorde OECD en rapport, der beskriver udviklingen af direkte investeringer i OECD-lande og EU i 2017. Af rapporten fremgår det, at de indadgående direkte investeringer i Europa faldt med 45%, hvilket dels skyldes, at England i marts 2017 officielt anmodede om at forlade EU (Brexit). Desuden afviklede Luxembourg og Irland en del store udenlandske direkte investeringer.²³⁶

²³⁵ UNCTAD, 2017, s. 10

²³⁶ OECD, 2018, s. 2

Som følge af ovenstående gennemgang kan det konkluderes, at der er en sammenhæng mellem, hvordan den økonomiske situation er, og markedet for direkte investeringer. Det betyder, at ved konjunkturopsving og tillid til økonomien, vil der formentlig være en stigning i de udenlandske direkte investeringer. Som bekendt er økonomien på nuværende tidspunkt i vækst, og det forventes at fortsætte de næste par år. Det betyder derfor, at der, alt andet lige, vil være et godt marked for udenlandske direkte investeringer. Det skal desuden bemærkes, at den øgede globalisering har medført, at det er blevet billigere og nemmere at etablere sig på udenlandske markeder. Det må derfor forventes, at investorerne vil udnytte markedet for udenlandske direkte investeringer så længe de vurderer, at det vil give dem en større profit.²³⁷

Som nævnt, er udenlandske direkte investeringer faldet i EU de seneste år. Det søges derfor i det følgende undersøgt, om det ligeledes er gældende for de udenlandske direkte investeringer i Danmark.

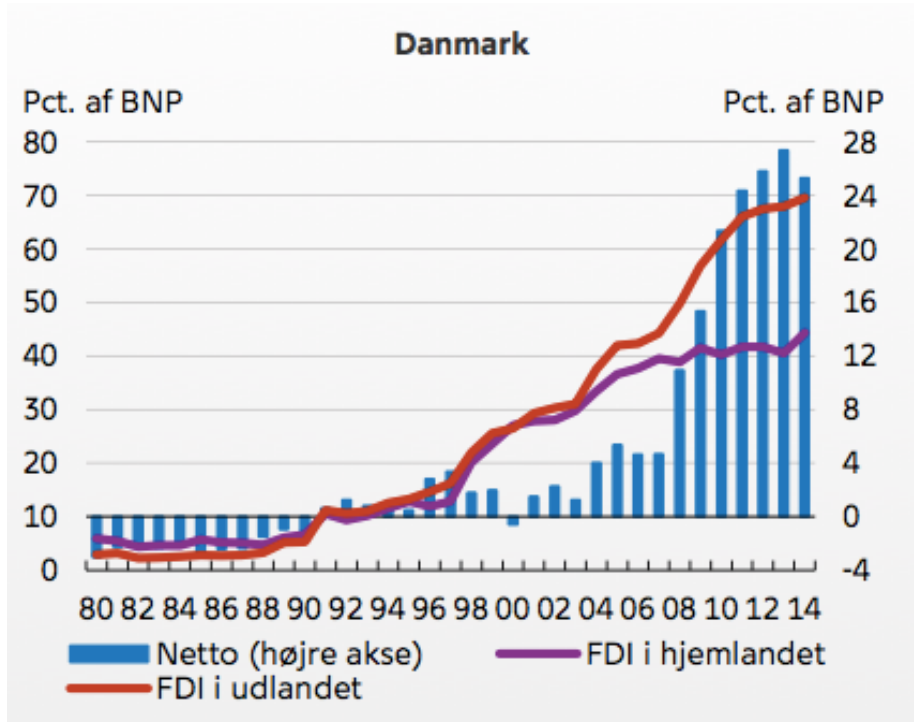
4.4.4. Udviklingen af direkte investeringer i Danmark

Til beskrivelsen af, hvordan det danske marked for udenlandske direkte investeringer er, anvendes Nationalbankens kvartalsrapporter, der indeholder opgørelser samt beskrivelser af danske direkte investeringer. Når Nationalbanken udarbejder statistiske opgørelser af udenlandske direkte investeringer i Danmark, vil de som regel ikke indeholde investeringer, der alene er sket via gennemstrømningsselskaber²³⁸. Statistikker udarbejdet af eksempelvis UNCTAD vil indeholde denne type af investeringer, hvorfor det vil have en betydning ved sammenligningen af udviklingen på et globalt og nationalt plan. Betydningen synes dog ikke at være af afgørende betydning for afhandlingen.

Udviklingen i de danske direkte investeringer minder om udviklingen i andre europæiske lande. Siden midten af 2000'erne er de udadgående direkte investeringer oversteget de indadgående direkte investeringer, hvilket har medført en stor nettobeholdning. Det betyder derfor, at Danmark i flere år har haft et stort overskud på betalingsbalancen, og opbygget en formue i udlandet. Samlet set, er de danske direkte investeringer steget kraftigt over de seneste årtier.

²³⁷ Isaksen, et al., 2016, s. 65

²³⁸ Når der foretages en udenlandsk direkte investering, kan det gøres fra en allerede eksisterende virksomhed, eller ved at oprette et holdingselskab, der anvendes som gennemstrømningsselskab.



Figur 13: Direkte investeringer i Danmark

Kilde: Danmarks Nationalbank, kvartalsrapport 1. kvartal 2016, s. 58

Figur 13 beskriver udviklingen af de direkte danske investeringer såvel indadgående som udadgående. Figuren er opgjort efter betalingsbalanceprincippet²³⁹, og er eksklusiv gennemløbsinvesteringer. Figuren afbilder beholdningen af direkte investeringer, der er placeret fra Danmark i udlandet (rød linje), samt direkte investeringer, der er placeret i Danmark fra udlandet (lilla linje). Særligt i perioden fra 2008-2011 steg de danske direkte investeringer i udlandet markant mere, end de udenlandske investeringer i Danmark. Denne udvikling kan dels forklares med, at Carlsberg sammen med Heineken i 2008 overtog Scottish & Newcastle, dvs., at der blev foretaget en stor udadgående direkte investering. De indadgående danske investeringer blev reduceret i perioden ved, at ejerandele i de danske virksomheder såsom Chr. Holding og TDC blev solgt fra en udenlandsk ejer til en dansk ejer. Imidlertid synes det ikke at være klart, hvorfor Danmark fortsat i de seneste år har haft flere udadgående direkte investeringer end indadgående direkte investeringer. Nationalbanken beskriver i deres kvartalsrapport for 1. kvartal i 2016, at det synes svært at klarlægge determinanterne for at tiltrække

²³⁹ Det betyder, at koncernlån opgøres brutto pr. land. Alternativt kan retningsprincippet anvendes, hvilket betyder at koncernlån opgøres netto pr. land. Det betyder at opgjorte bruttostørrelser ifølge retningsprincippet kan være mindre, jf. Isaksen et al., 2016, s. 56

indadgående direkte investeringer. De nævner, at faldet ikke synes at kunne tilskrives, at afkastet af de danske indadgående direkte investeringer er lavere i Danmark end andre lande.²⁴⁰

Den seneste opgørelse foretaget af Nationalbanken for direkte investeringer foretaget i Danmark er udarbejdet i 2. kvartal 2017 og viser, at investorernes direkte investeringer i Danmark igen er faldet. Det er således 6. kvartal i træk, at de indadgående direkte investeringer faldt.²⁴¹ Da udviklingen for indadgående direkte investeringer har været negativ i Danmark over en længere periode, synes det ikke at være klart, om Danmark er et attraktivt land at investere i. Det søges derfor i det følgende undersøgt, hvilke determinanter, der påvirker de direkte investeringer, og dermed tiltrækningsevnen for kapitalen. Det gøres for at analysere, om Danmark kan foretage justeringer i det danske investeringsklima, for dermed at kunne tiltrække den finansielle kapital, som en udenlandsk investor kan bidrage med.

4.4.5. OLI modellen

Når det skal klarlægges, hvad der påvirker tiltrækningen af udenlandsk kapital, synes det ikke at være fastlagt klart i teorien, hvilke determinanter, der påvirker udenlandske direkte investeringer. Flere teoretikere har igennem tiden beskrevet en række faktorer, der kan påvirke beslutningen om, hvor investorerne skal foretages deres direkte investeringer. Særligt John H. Dunning beskrev i hans *"The Eclectic Paradigm"*, også kaldet OLI modellen, hvilke determinanter en virksomhed formentlig vil lægge vægt på, når den skal foretage en udenlandsk direkte investering. OLI modellen har således til formål at klarlægge, hvilke incitamenter en virksomhed har, når den overvejer at investere på et udenlandsk marked. OLI modellen kan bl.a. bruges af en større international virksomhed, når den skal analysere, hvordan virksomhedens værdikæde skal være struktureret. Værdikæder behandles typisk af produktionsvirksomheder, og beskriver alle virksomhedens samlede aktiviteter som en kæde, der til sidst ender ud i, at kunden kan købe et produkt eller en serviceydelse. Virksomheden kan bl.a. undersøge, om det kan betale sig at outsource noget af sin produktion til et andet land, og i givet fald til hvilket land. Tankegangen bag OLI modellen er således overordnet set strukturen af virksomhedens værdikæde. OLI modellen bliver derfor som udgangspunkt anvendt af produktionsvirksomheder. Imidlertid kan OLI modellen dog anvendes af en stat til at undersøge, hvad den pågældende virksomhed ligger vægt på, når den skal tage stilling til, om den vil ekspandere til et andet land. På den

²⁴⁰ Isaksen et al., 2016, s. 58

²⁴¹ Henvisning til Nationalbankens statistik på deres hjemmeside:

http://www.nationalbanken.dk/da/statistik/find_statistik/Sider/2017/Udlandets-direkte-investeringer-i-Danmark-faldt-i-2--kvartal-2017.aspx, besøgt d. 12/4-18

baggrund kan OLI modellen være behjælpelig til at beskrive de parametre, Danmark skal være særlig opmærksomme på, når de skal skabe et attraktivt investeringsmiljø for udenlandske investorer, samt gøre sig konkurrencedygtige i forhold til andre lande. Dunning påpeger selv, at til trods for, at OLI modellen tager udgangspunkt i produktionsvirksomheder, kan den applikeres på andre markeder, såsom eksempelvis markedet for finansielle investeringer. Modellen har gennem årene været kritiseret for bl.a. at være for åbenlys samt for svagt teoretisk understøttet. Til trods herfor synes modellen alligevel at være den mest anvendte, og vil derfor danne grundlag for klarlægningen af determinanterne for, hvorfor de direkte investeringer foretages i det givne land.

OLI modellen består af tre variable, der kan indgå i analysen af, om en virksomhed skal træde ind på det pågældende udenlandske marked; 1) Ownership advantages (O), 2) Location advantages (L) og 3) Internalization (I).²⁴² Den første og tredje variable, *ownership advantages* og *internalization*, går primært på virksomhedens egne forhold, hvorimod den anden variabel, *location advantages*, relaterer sig til forholdene i det land, der investeres i. Til analysen af hvordan Danmark kan gøre sig attraktiv som investeringsland, vil det derfor primært være *location advantages*, der er relevant. De øvrige variable, *ownership advantages* og *internalization*, vil dog kort blive præsenteret for forståelsen af modellen.

4.4.5.1. Ownership advantages og internalization

Den første variabel, *ownership advantages*, beskriver, at nogle virksomheder kan have særlige fordele på et marked, som eksempelvis i form af et patent på et produkt. Det vil bl.a. medføre, at virksomheden vil have en konkurrencemæssig fordel på tværs af landegrænser. Dunning nævner, at indenfor finansielle investeringer kan det komme til udtryk ved, at virksomheden kan drage fordel af professionelle færdigheder samt viden indenfor det finansielle marked. Det kunne eksempelvis være i form af et IT-system, der gør, at virksomheden er særligt stærk indenfor algoritmisk handel. Den sidste variabel i modellen, *internalization*, beskriver den fordel en virksomhed har, i form af eksempelvis viden og netværk, ved allerede at have ekspanderet på internationale markeder, som den derfor kan udnytte, hvis virksomheden ønsker at ekspandere til et andet marked.²⁴³ Som nævnt, er det hovedsageligt *location advantages*, som Danmark vil kunne anvende til at klarlægge, på hvilke områder de kan gøre sig attraktive som investeringsland. I det følgende vil der derfor blive foretaget en gennemgang af betydningen af *location advantages*.

²⁴² Dunning, 2001, s. 176

²⁴³ Dunning, 2001, s. 186

4.4.5.2. Location advantages

Location advantages, angiver, hvad de udenlandske investorer vil anskue som værende en fordel, såfremt de foretager en investering i det pågældende land. Sådanne fordele vil være, hvis landet har formået; at skabe et tilfredsstillende juridisk system, en god kommerciel infrastruktur, en sund virksomhedskultur og gode kommunikationssystemer. Desuden ligger investorerne vægt på, at landet kan stille den efterspurgte arbejdskraft, der er behov for, til rådighed.²⁴⁴ Dunning beskriver endvidere, at det kan være en fordel, hvis landet er rustet mod politiske risici, herunder eksempelvis korruption.

For så vidt angår, om landet har formået at skabe et tilfredsstillende juridisk system, peger Dunning særligt på de reguleringsmæssige rammer i det pågældende land. De reguleringsmæssige rammer vil derfor kunne bidrage til fortolkningen af, i hvilket omfang de danske kapitalfonde er attraktive for udenlandske investorer. Danmark er medlem af EU, hvilket betyder, at en del af reguleringen er harmoniseret på et EU-retligt plan. Denne harmonisering anser Dunning som værende en positiv udvikling for investeringerne, idet de er med til at gøre markedet mere gennemsækeligt for investorerne.²⁴⁵ Imidlertid er skattereglerne ikke harmoniseret indenfor EU, hvilket således kan medføre, at netop skattereglerne ikke er lige så gennemsækelige som de øvrige regler. Det vil derfor kunne medføre, at investorerne vil anse skattereglerne som en mulig barriere ved en eventuel investering.

Foruden et solidt juridisk fundament, peger Dunning på, at den tilstedeværende arbejdskraft vil spille en rolle for investorernes beslutning. Her kan det særligt være en fordel, at Danmark har veluddannet arbejdskraft. Som ovenfor behandlet er, uddannet arbejdskraft i den makroøkonomiske teori ligeledes beskrevet som en fordel for produktionen og dermed væksten, idet denne type arbejdskraft vil være i stand til at løse komplekse problemstillinger.²⁴⁶ Det vurderes, at Danmark har et særdeles velfungerende uddannelsessystem, særligt qua at det i Danmark er gratis at tage en uddannelse. Det sikre, at Danmark kan tilbyde veluddannet arbejdskraft. Dunning anfører herefter, at det politiske miljø ligeledes kan tilskrives en afgørende betydning for investorernes beslutning om at investere. Danmark anses som et land, hvori der nærmest ikke eksisterer korruption. Danmark lå i 2017 nummer 2 ud af i alt 180 lande på organisationen Transparency International's årlige opgørelse af

²⁴⁴ Dunning, 2001, s. 181

²⁴⁵ Dunning, 1993, s. 261

²⁴⁶ Afsnit 4.3.

Corruption Perception Index, og har inden da i en længere årrække ligget nummer 1.²⁴⁷ Danmark ligger derfor i toppen af opgørelsen over de mindst korrupte land, hvilket er en indikation af, at Danmark har et stabilt politisk miljø. Slutteligt påpeger han, at transaktionsomkostninger ligeledes kan tilskrives en betydning.²⁴⁸ Transaktionsomkostningerne inkluderer eksempelvis de omkostninger, der er forbundet med at undersøge det marked, hvor en investor ønsker at investere. Imidlertid vil transaktionsomkostningerne blive af mindre betydning, når investorerne investerer via en kapitalfond. Det skyldes, at de investorer, der deltager i kapitalfonden, vil dele de udgifter, der er ved at undersøge det pågældende marked og således ikke enkeltvis afholde dem. Transaktionsomkostningerne vil derfor være af mindre betydning for afhandlingen.

Det kan således slutes, at Danmark er stærke på mange af de parametre, som investorerne ligger vægt på i henhold til OLI modellen. Imidlertid vurderes det at de lande, som Danmark sammenligner sig med og er i konkurrence med, såsom eksempelvis Holland, Tyskland, England, Sverige, osv., på mange parametre er lige så attraktive som Danmark. Når investorerne skal træffe en beslutning om, hvor de vil foretage en udenlandsk direkte investering, vil de formentlig i de fleste tilfælde være indifferente mellem lande, der har lige vilkår. Det skal i den forbindelse bemærkes, at investorerne formentlig vil have et ønske om at opnå en differentieret portefølje på tværs af landegrænser. Det skyldes, at hvis investorerne ønsker en global portefølje, vil de formentlig ikke kunne undgå at investere i eksempelvis USA og Kina, der er store økonomier, mens Danmark forholdsmæssigt er en lille økonomi, og derfor ikke i samme udstrækning er nødvendig at inddrage, for at differentiere sin portefølje.

Når Danmark skal vurdere, om de har et attraktivt investeringsmiljø, må der således foretages en afvejning af de ovenfor angivne parametre. Ved vurderingen skal der derfor indgå, hvilken juridisk beskyttelse Danmark kan tilbyde, forholdene på investeringsmarkedet, herunder den arbejdskraft, der kan stilles til rådighed, samt evnen til at stille en velfungerende infrastruktur til rådighed. Med andre ord, synes direkte investeringer at være tiltrukket af makroøkonomisk stabilitet.²⁴⁹ Det synes væsentligt, idet disse faktorer, alle er beskrevet som værende af betydning for beslutningstagerne ved initiering af direkte investeringer, jf. OLI modellen.

²⁴⁷ Henvisning til korruptionsindeks på hjemmeside:

https://www.transparency.org/news/feature/corruption_perceptions_index_2017, besøgt den 30/4 2018

²⁴⁸ Dunning, 1993, s. 261

²⁴⁹ OECD, 2007, s. 13

Som nævnt ovenfor i afsnit 4.4.4., har Danmark de senere år haft et fald i indadgående direkte investeringer. Til trods for, at Danmark har gode vilkår for investorerne, hvad angår *location*-variablen, synes det ikke at være tilstrækkeligt for at tiltrække de udenlandske direkte investeringer. Nærværende afhandling analyserer, hvordan udenlandske passive investorer undgår at få et fast driftssted. Hvis en udenlandsk investor ikke undgår at få et fast driftssted, vil det betyde, at investoren vil få en selvangivelsespligt til Danmark. Det vil derfor i kapitel 5 blive undersøgt, om denne selvangivelsespligt kan tilskrives en effekt på tiltrækningen af kapitalen og faldet i de udenlandske direkte investeringer.

4.4.6. Afledte effekter af udenlandske direkte investeringer

Som anført ovenfor, vil direkte investeringer kunne være med at skabe vækst. Det skyldes at direkte investeringer kan betragtes som finansielle investeringer, der dermed sikre at de virksomheder, som kapitalfonde investere i, kan foretage realinvesteringer. Det er netop realinvesteringerne, der har en betydning for den økonomiske vækst. Foruden væksten som følge af realinvesteringerne, vil de udenlandske direkte investeringer kunne have andre afledte effekter, som ligeledes kan være gavnlige for Danmark. Sådanne effekter vil navnlig være, hvis det lykkedes kapitalfonden at skabe vækst i den investerede virksomhed. Det skyldes, at der således vil blive oprettet flere arbejdspladser. Det synes understøttet af, at indenfor de senere år, er der sket en stigning i ansatte hos virksomheder, der er ejet af udenlandske investorer. Til trods for, at der er sket et fald i de indadgående direkte investeringer i Danmark, har de udenlandske investorer, der har foretaget investeringer i Danmark således formået at skabe flere arbejdspladser. Imidlertid vil investeringer ikke altid være positive for arbejdspladserne, idet en udenlandsk direkte investering kan medføre en øget konkurrence mellem virksomhederne. Det betyder at de virksomheder, der allerede er tilstede på markedet, vil miste arbejdskraft til nye virksomheder.²⁵⁰ En anden afledt effekt kan være, at udenlandske direkte investeringer kan gavne produktiviteten. Her henses særligt til, at investeringerne kan medføre udveksling af viden og teknologi, som ellers ikke ville have været tilgængeligt.²⁵¹ Udenlandske direkte investeringer vil således ikke alene have betydning for væksten, men ligeledes for antallet af arbejdspladser i Danmark samt landets teknologiske udvikling.

²⁵⁰ Andersen et al., 2013, s. 109-110

²⁵¹ Andersen et al., 2013, s. 114

4.5. Delkonklusion

På kort sigt kan det i henhold til multiplikatoreffekten udledes, at realinvesteringer har en positiv effekt på den økonomiske vækst. Det antages, at realinvesteringer er eksogent bestemt. Ved en stigning i realinvesteringer, vil investeringsmultiplikatoren medføre en højere stigning i den samlede indkomst, Y , end den initiale investering lød på. Endvidere blev det konkluderet, at investeringsmultiplikatoren er positivt påvirket af forbrugstilbøjeligheden, mens en højere henholdsvis skatte- og importkvote, har en negativ effekt på investeringsmultiplikatoren og dermed på Y . På lang sigt kan det i henhold til produktionsfunktionen ligeledes konkluderes, at en stigning i realkapital har en positiv effekt på den samlede produktion, Y . Realkapitalen vil dog have størst betydning ved de initiale investeringer, og herefter have mindre og mindre betydning, grundet det faldende skalaafkast.

Investeringer i realkapital har derfor ligeledes en positiv effekt på den økonomiske vækst. For at kunne investere i realkapital, er det væsentlig at kunne rejse finansiel kapital. På baggrund af en analyse af direkte investeringer kan det slutes, at der de seneste år har været et fald i udenlandske direkte investeringer såvel i Europa som i Danmark. Det blev derfor søgt besvaret, hvilke determinanter, der påvirker de direkte investeringer, og dermed tiltrækningsevnen for kapitalen. OLI modellen blev anvendt til at besvare dette, hvor især variablen *location advantages* er relevant. Heraf kan det udledes, at det, for at skabe et godt investeringsklima, særligt er vigtigt at; 1) skabe et tilfredsstillende juridisk system, 2) en god kommerciel infrastruktur, 3) en sund virksomhedskultur og 4) gode kommunikationssystemer. Desuden ligger investorerne vægt på, at landet kan stille den efterspurgte arbejdskraft, der er behov for, til rådighed. Her blev det konkluderet, at Danmark står stærkt hvad angår de fleste parametre, og derfor umiddelbart har et godt investeringsklima – hvilket dog ikke forklarer, hvorfor der de seneste år har været et fald i de indadgående direkte investeringer.

Kapital 5: Integreret analyse

5.1. Indledning

Det blev i den juridiske analyse fastslået, at § 1, nr. 3, i L237 ikke altid sikrer, at investorerne undgår at få et fast driftssted i Danmark, hvilket betyder, at der stadig i nogle tilfælde vil være et behov for at anmode om et bindende svar. I den økonomiske analyse blev det fastslået, at de udenlandske direkte investeringer har en positiv effekt på den økonomiske vækst, men at det ikke kunne forklares, hvorfor antallet af netop denne type investeringer er faldende. I det følgende søges det således undersøgt, om dét at en udenlandsk investor risikerer at få et fast driftssted i Danmark, har en påvirkning på investorens beslutning om at investere via en dansk kapitalfond. Såfremt en udenlandsk investor får et fast driftssted i Danmark, bliver investoren begrænset skattepligtig, jf. SEL § 2, stk. 1, litra a, hvilket medfører selvangivelsespligt. Afhandlingen behandler alene, hvorvidt investorerne undgår at få et fast driftssted, og ikke om det medfører en skattepligt. Det vil derfor alene være en eventuel selvangivelsespligt, der vil indgå i vurderingen af, om de danske skatteregler har en betydning for udenlandske investorers beslutning om at investere via en dansk kapitalfond. Dette søges indledningsvist besvaret, hvorefter en retspolitisk analyse vil følge. Den retspolitiske analyse vil forsøge at besvare om den foreslåede SEL § 2, stk. 7, opfylder sit formål, herunder at sikre, at Danmark er et attraktivt land at investere i for udenlandske investorer.²⁵²

5.2. Selvangivelsespligtens betydning for investorerne

Til besvarelsen af, hvorvidt en eventuel selvangivelsespligt vil have en betydning for investorens beslutning om at investere via en dansk kapitalfond, vil OECD's rapport "*Tax Effects on Foreign Direct Investment*"²⁵³, blive anvendt. OECD peger på nogle af de udfordringer, der kan være ved skattesystemer, når det drejer sig om at tiltrække kapital. UNCTAD's spørgeundersøgelse, der er behandlet i den økonomiske analyse, inddrages endvidere, idet den bl.a. beskriver hvilke parametre investorerne ligger vægt på, når de skal foretage en investering i et andet land.

Én af de elementer, der kan spille en rolle, når det skal undersøges, om et lands skatteregler udgør en barriere for tiltrækning af kapital, er andre landes skattesystemer. Det skyldes, at såfremt en investor alene vil have et ønske om at opnå størst mulig profit, vil investoren investere i det land, hvor risikoen for at blive beskattet er mindst. Det forudsætter, at de øvrige parametre, som investoren ligger vægt på, er ens for disse lande. Hertil skal det bemærkes, at Danmark er et lille land, med nabolande, der

²⁵² Bemærkninger til L237, s. 23

²⁵³ Udarbejdet i 2007

formentlig kan tilbyde et mindst lige så attraktivt investeringsklima som Danmark.²⁵⁴ Et andet land vil derfor kunne tiltrække kapital, ved at tilbyde gunstigere skatteforhold for investorerne set i forhold til Danmark.²⁵⁵ Det kunne eksempelvis være, hvis et andet land ikke har selvangivelsespligt som Danmark. Det synes ligeledes understøttet af OECD's rapport. De påpeger i deres rapport, at det synes problematisk, at udenlandske investorer i nogle lande vil blive underlagt administrative forpligtelser som følge af et fast driftssted.²⁵⁶ En sådan forpligtelse kan, for så vidt angår Danmark, være selvangivelsesforpligtelsen. Såfremt investorerne ikke bliver skattepligtige til Danmark af et eventuelt afkast, påpeger OECD, at en eventuel selvangivelsespligt alligevel vil medføre, at investorerne formentlig ikke vil investere. Dette synes særligt at være tilfældet, hvis investorerne ikke i andre lande får en sådan forpligtelse. Imidlertid mener OECD, at et lands skattesystem ikke nødvendigvis vil udgøre en barriere. Det skyldes, at et land vil have en fordel, hvis det har et stort marked for direkte investeringer. Hvis der er store indadgående direkte investeringer i et land, vil det være en indikation af, at landet har et attraktivt investeringsmiljø, og formentlig derfor kan skabe et større afkast for investorerne.²⁵⁷ Danmark har dog de seneste år haft et fald i deres indadgående direkte investeringer, hvilket således kan indikere, at Danmark ikke har et marked af betydning, når det drejer sig om investeringer fra udenlandske investorer. Det betyder derfor, at der er en risiko for, at selvangivelsespligten får en større betydning for Danmark end for lande med et stort marked for direkte investeringer. Det er dog svært at fastslå, hvor stor en betydning en udenlandsk investor vil tillægge selvangivelsespligten. Betydningen heraf afhænger af den enkelte investor, og vil altid være en subjektiv vurdering. I UNCTAD's spørgeundersøgelse tilkendegiver investorerne dog, at de inddrager et lands skattesystem i deres vurdering af, om de skal foretage en investering i et givet land.²⁵⁸

Det kan derfor ikke udelukkes, at en eventuel selvangivelsespligt har en betydning for investorerne, når de skal beslutte, om de vil investere via en dansk kapitalfond. Endvidere vurderes det, at kompleksiteten af skattesystemet kan spille en rolle for investorernes beslutning om at investere. Det skyldes, at jo mere gennemskueligt skattesystemet er for investorerne, des nemmere vil det være at klarlægge, i hvor høj grad selvangivelsespligten eller en eventuel skat vil påvirke investorens profit.

²⁵⁴ OECD, 2007, s. 13

²⁵⁵ Se afsnit 4.4.5.2. om location advantages

²⁵⁶ European Commission, 2010, s. 2

²⁵⁷ OECD, 2007, s. 14

²⁵⁸ UNCTAD, 2017, s. 21, Figur I.4.

5.3. Retspolitisk analyse

Formålet med indførslen af SEL § 2, stk. 7, er, at Danmark skal være et attraktivt land at investere i for udenlandske investorer. Lovgiver mener, at der er et behov for, at danske virksomheder kan rejse den nødvendige kapital og dermed opretholde konkurrenceevnen overfor udlandet. SEL § 2, stk. 7, foreslås endvidere indført for at eliminere den retsusikkerhed, som de nuværende regler har givet anledning til. Hensigten er således at sikre, at udenlandske investorer, der foretager passive investeringer via en dansk kapitalfond, ikke får et fast driftssted i Danmark.²⁵⁹ Det synes særligt at være tilfældet, som følge af den stigende globalisering af investeringer, således at danske kapitalfonde kan markedsføre sig over for udenlandske investorer uden skattemæssige usikkerheder.²⁶⁰ Det synes endvidere underbygget af ovenstående gennemgang, der fastslår, at en eventuel selvangivelsespligt vil have en betydning for den udenlandske investor.

På baggrund af ovenstående analyser i såvel den juridiske som den økonomiske del, synes det ikke klart at kunne påvises, at lovgivers formål med SEL § 2, stk. 7, er opfyldt. På den ene side, indeholder bestemmelsen en fritagelse til udøvelse af erhverv efter SEL § 2, stk. 1, litra a, hvilket er positivt for investorerne. På den anden side indeholder bestemmelsen to værnsregler; 1) udøvelse af næringsvirksomhed, og 2) hvis en fysisk eller juridisk person, som har en forbindelse med selskabet efter LL § 2, udøver erhvervsmæssig i Danmark, hvori virksomhed med investering i aktier osv., indgår som integreret led heri. Det synes netop at være de to værnsregler, der medfører, at investorerne ikke altid vil være sikret at undgå at få et fast driftssted i Danmark. Det betyder derfor, at kapitalfondene forsat vil skulle anmode om bindende svar i visse tilfælde, for at sikre sig, at investorerne ikke får et fast driftssted i Danmark, ved investering via kapitalfonden. Bindende svar er ikke den optimale løsning, idet det kan tage om til et år at få svar.²⁶¹ Lovgivers formål synes derfor alene i mindre grad at være opfyldt.

Imidlertid er spørgsmålet, om der har været et andet formål med bestemmelsen, end det, der er angivet af lovgiver i bemærkningerne til L237. Det kunne eksempelvis være i form af et fiskalt formål. Hertil bemærkes, at det fremgår af bemærkningerne til L237, at forslaget ikke forventes at få nævneværdige økonomiske konsekvenser for det offentlige.²⁶² Endvidere bemærkes det, at lovgiver i bemærkningerne anfører, at det ikke strider mod den nuværende praksis at fritage investorerne fra at

²⁵⁹ Bemærkninger til L237 s. 10.

²⁶⁰ Heinrichsen, 2016, s. 4

²⁶¹ Heinrichsen, 2016, s. 1

²⁶² Bemærkninger til L237, s. 23

få et fast driftssted i Danmark. Det kan formentlig fortolkes således, at lovgiver ikke forventer at modtage et merprovenu med den nye bestemmelse, i forhold til hvad de nuværende regler tillader. Der synes således hverken at være et fiskalt eller andre formål med bestemmelsen. Det vurderes derfor, at der ikke er en årsag til at bibeholde den foreslåede bestemmelse, som affattet. Det forslås derfor, at lovgiver tilpasser SEL § 2, stk. 7, således, at lovgiver i højere grad formår at opretholde formålet med bestemmelsen.

5.3.1. Tilpasning af den foreslåede bestemmelse i SEL § 2, stk. 7

SEL § 2, stk. 7, kan tilpasses ved at slette værnreglen i bestemmelsens andet punkt. På den måde undgås henvisningen til LL § 2, som den udenlandske investor formentlig altid vil falde under. Ved sletningen af værnreglen, undgås endvidere, at investeringsaktiviteten skal være et integreret led i den her i landet udøvende erhvervsvirksomhed. Som bekendt, vurderer vi, at netop denne værnregel vil være problematisk. Den kan potentielt medføre, at en investor, der investerer via en infrastrukturfond, som foretager en direkte investering i infrastruktur, formentlig vil blive grebet af værnreglen, og dermed ikke være undtaget fra at få et fast driftssted i Danmark. Som anført ovenfor, vil det formentlig afholde nogle investorer fra at investere, idet de risikerer at få en selvangivelsespligt. Såfremt lovgiver sletter værnreglen i andet punkt i SEL § 2, stk. 7, vil det derfor gøre retssikkerheden større for investorerne.

Imidlertid vil SEL § 2, stk. 7, 1.pkt., stadig indeholde en værnregel, der sikrer, at investorer alene undtages, såfremt de ikke er næringsdrivende. Det kan diskuteres, hvorvidt værnreglen er nødvendig. Værnreglen synes ikke problematisk, såfremt vurderingen alene skulle foretages på K/S-niveau. Det skyldes, at en kapitalfond ikke vil være næringsdrivende. Imidlertid skal vurderingen ligeledes foretages på investor-niveau. Vi vurderer, at det er problematisk, at næringsvurderingen afhænger af dét lands regler, hvori den pågældende investor er hjemmehørende. Det skyldes, at det kan skabe en retsusikkerhed for investoren, og at det formentlig vil afholde nogle investorer fra at investere via en dansk kapitalfond. Det betyder derfor, at lovgiver med denne værnregel alene i mindre omfang forbedrer retssikkerheden for investorerne.

Formålet med den foreslåede SEL § 2, stk. 7, er som bekendt at sikre, at Danmark er et attraktivt land at investere i for investorerne, hvorved Danmark sikre sig at kunne rejse den nødvendige kapital og dermed fastholde konkurrenceevnen over for udlandet.²⁶³ I henhold til ovenstående analyse, vurderer

²⁶³ Bemærkninger til L237, s. 10

vi, at lovgiver bør slette de to værnsregler i bestemmelsen, for at sikre sig, at kunne opretholde formålet med bestemmelsen. I så fald kommer bestemmelsen til at således ud:

Stk. 7. Virksomhed med investering i aktier og erhvervelse af fordringer, gæld og finansielle kontrakter omfattet af kursgevinstloven anses ikke for udøvelse af erhverv efter stk. 1, litra a.

Kapitel 6: Konklusion

Formålet med afhandlingen har været at undersøge, hvordan udenlandske passive investorer undgår at få et fast driftssted i Danmark, og følgevirkningerne heraf for de udenlandske direkte investeringer og den økonomiske vækst i Danmark.

Den 2. maj 2018 fremsatte Skatteministeriet lovforslag L237. I § 1, nr. 3, i L237, foreslås det at indsætte en ny SEL § 2, stk. 7, der har til formål at undtage udenlandske passive investorer, der investerer via et K/S, fra at få et fast driftssted i Danmark. En fortolkning heraf leder frem til, at kapitalfonden og investorerne vil være omfattet af fritagelsen i den foreslåede SEL § 2, stk. 7, 1. pkt. Imidlertid er der indsat to værnsregler. I henhold til den første værnsregel, jf. den foreslåede SEL § 2, stk. 7, 1. pkt., er det vores vurdering, at investorerne ikke vil være omfattet af fritagelsen, hvis de er næringsdrivende. Desuden er det vores vurdering, at den anden værnsregel, jf. den foreslåede SEL § 2, stk. 7, 2. pkt., eksempelvis kan komme i spil i følgende situationer; 1) hvis en udenlandsk investor har en dansk filial, som den er koncernforbundet med efter LL § 2, og som udøver virksomhed, hvori investeringsaktiviteter indgår som et integreret led, og 2) hvis der er tale om en infrastrukturfond, som investerer direkte i eksempelvis en vindmøllepark. I så fald, vil fritagelsen ikke finde anvendelse.

I de tilfælde, hvor fritagelsen ikke finder anvendelse, vil vurderingen af, hvordan de udenlandske passive investorer undgår at få et fast driftssted ved investering via en dansk kapitalfond, skulle foretages efter gældende ret. I henhold til en særdeles omfangsrig mængde af administrativ praksis fra Skatterådet om spørgsmålet, følger det, at kapitalfonde skal benytte sig af komplekse strukturer, for at undgå at få et fast driftssted i Danmark. For at undgå at få et fast driftssted, skal kapitalfonden derfor være oprettet som et K/S, hvor såvel K/S'et og komplementaren skal have en c/o adresse hos eksempelvis en advokat, og ingen ansatte i øvrigt, men alene en generalforsamling som øverste myndighed. Der vil ikke være rådighed over et fast forretningssted, hvis kapitalfonden; 1) afholder sin generalforsamling forskellige steder, og undgår at afholde dem i managementselskabets lokaler, 2) undgår personsammenfald i ledelsen og ejerskabet af komplementaren og managementselskabet, samt 3) lader managementselskabet foretage en eventuel medinvestering parallelt med kapitalfonden i et separat K/S. Desuden vil der ikke være et fast driftssted efter agentreglen, hvis managementselskabet; 1) ikke er underlagt instruktionsbeføjelse fra kapitalfonden, 2) ikke er økonomisk afhængig af forvaltningsmandatet, 3) handler inden for rammerne af selskabets sædvanlige aktivitet, samt 4) bærer risikoen for den udførte aktivitet med det sædvanlige rådgiveransvar. Imidlertid må det anbefales, at der altid anmodes om at få et bindende svar, som kan bekræfte, at den valgte struktur ikke medfører et fast driftssted i Danmark.

I henhold til den nye affattelse af art. 5 i 2017-udgaven af modeloverenskomsten, bør managementselskabet stadig være undtaget af den nye art. 5, stk. 6. Den nye art. 5 vil dog ikke få betydning for de nuværende DBO'er, da der er tale om en materiel ændring. Imidlertid er det uklart, hvorvidt både managementselskabet og komplementaren potentielt kan udgøre et fast driftssted efter den nye affattelse, hvilket understreger vigtigheden af en lovreguleret undtagelse fra, at investorerne får et fast driftssted ved investering via en dansk kapitalfond.

Det antages, at de udenlandske passive investorer alene vil investere, hvis det ikke medfører et fast driftssted. På kort sigt kan det i henhold til multiplikatoreffekten udledes, at realinvesteringer har en positiv effekt på den økonomiske vækst, idet en stigning i realinvesteringer medfører en højere stigning i den samlede indkomst, Y , end den initiale investering lød på. På lang sigt kan det endvidere udledes af produktionsfunktionen, at en stigning i realkapital har en positiv effekt på den samlede produktion, Y . Realkapitalen vil dog have størst betydning ved de initiale investeringer, og herefter have mindre og mindre betydning, grundet det faldende skalaafkast. Investeringer i realkapital har derfor ligeledes en positiv effekt på den økonomiske vækst.

For at kunne foretage realinvesteringer, er det væsentlig at kunne rejse finansiel kapital. Imidlertid viser en analyse af de udenlandske direkte investeringer, at der de seneste år har været et fald i såvel Europa som i Danmark. Danmark har således af den ene eller anden årsag ikke lykkedes med at tiltrække udenlandske direkte investeringer.

Det blev vurderet, at det for at skabe et godt investeringsklima, særligt er vigtigt at; 1) skabe et tilfredsstillende juridisk system, 2) en god kommerciel infrastruktur, 3) en sund virksomhedskultur og 4) gode kommunikationssystemer, samt 5) at kunne stille den efterspurgte arbejdskraft, der er behov for, til rådighed. Imidlertid vurderes det, at Danmark står stærkt hvad angår de fleste parametre, og derfor umiddelbart har et godt investeringsklima. Det kunne således ikke besvare, hvorfor der de seneste år har været et fald i de indadgående direkte investeringer i Danmark.

Hvis investorerne får et fast driftssted i Danmark, og dermed bliver begrænset skattepligtige, jf. SEL § 2, stk. 1, litra a, vil det medføre en selvangivelsespligt i Danmark. Det vurderes, at en selvangivelsespligt samt kompleksiteten af det pågældende skattesystem vil have en negativ betydning, når investorerne skal beslutte, om de vil investere via en dansk kapitalfond. Det kan derfor ikke afvises, at risikoen for at få selvangivelsespligt i Danmark, kan afholde nogle investorer fra at investere via en dansk kapitalfond.

For at sikre sig, at § 1, nr. 3, i L237, lever op til sit formål, om at Danmark skal være et attraktivt land at investere i for udenlandske passive investorer, foreslår vi i den retspolitiske analyse, at man i den foreslåede SEL § 2, stk. 7, sletter de to værnsregler. Dermed risikerer de udenlandske passive investorer ikke at få et fast driftssted i Danmark.

Litteraturliste

Bøger

Banner-Voigt, Erik & Poulsen, Preben Underbjerg. 2013. *Aktieavancebeskatning*. København: Karnov Group Denmark, 3. udgave

Bhat, Ganapati. 2012. *Tax Policy and FDI – Influence of Transfer Pricing*. Delhi: Bookwell

Blanchard, Olivier, Amighini, Alessia & Giavazzi, Francesco. 2013. *Macroeconomics – A European Perspective*. Harlow, England: Pearson Education Limited, 2. udgave

Brink, Helge. 2001. *Makroøkonomi – Introduktion til teori og politik*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 1. udgave

Bundgaard, Jakob. 2010. *Kapitalfonde i dansk og international skatteret*. København: Ex Tuto Publishing, 1. udgave

Dunning, John H. 1993. *The Globalisation of Business*. London: Routledge

Frank, Robert & Cartwright, Edward. 2013. *Microeconomics and Behaviour*. England: McGraw-Hill Education

Grell, Henrik & Rygner, Elsebeth. 2016. *Makroøkonomi – Teori og beskrivelse*. København: Limedesign, 5. udgave

Hillier, David, Clacher, Iain, Ross, Stephen, Westerfield, Randolph & Jordan, Bradford. 2017. *Fundamentals of Corporate Finance: Third European Edition*. London: McGraw-Hill Education

Hillier, David, Clacher, Iain, Ross, Stephen, Westerfield, Randolph & Jordan, Bradford. 2014. *Fundamentals of Corporate Finance: Second European Edition*. London: McGraw-Hill Education

Knudsen, Christian. 1994. *Økonomisk metodologi - Bind 1*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2. udgave

Knudsen, Christian. 1997. *Økonomisk metodologi - Bind 2*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2. udgave

Laursen, Anders Nørgaard. 2011. *Fast Driftssted*. København: Jurist- og Økonomiforbundets Forlag, 1. udgave

Madsen, Liselotte. 2011. *Den Skatteretlige behandling af personselskaber*. København: Jurist- og Økonomiforbundets Forlag, 1. udgave

Mishkin, Frederic S. 2004. *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. Boston: Pearson, 7. udgave

Pedersen, Jan; Kerzel, Malene; Ferniss, Jane & Hedegaard Eriksen, Claus. 2015. *Skatteretten 2*. København: Karnov Group Danmark, 7. udgave

Schmidt, Peter Koerver; Tell, Michael & Weber, Katja Dyppel. 2015. *International skatteret*. København: Hans Reitzels Forlag, 1. udgave

Skaar, Arvid A. 1991. *Permanent Establishment – Erosion of a Tax Treaty Principle*. Deventer, Holland: Kluwer Law and Taxation Publishers

Tvarnø, Christina D. & Nielsen, Ruth. 2017. *Retskilder og retsteorier*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 5. udgave

Winther-Sørensen, Niels, et. al. 2013. *Skatteretten 3*. København: Karnov Group Denmark, 6. udgave

Regulering

Lov om den skattemæssige behandling af gevinst og tab ved afståelse af aktier m.v. (Aktieavancebeskatningsloven), jf. lovbekendtgørelse nr. 1082 af 8. september 2015, med de ændringer, der følger af § 2 i lov nr. 430 af 18. maj 2016 og § 3 i lov nr. 652 af 8. juni 2016.

Lov om påligningen af indkomstskat til staten (ligningsloven), jf. lovbekendtgørelse nr. 1081 af 7. september 2015, med de ændringer, der følger af § 1, nr. 2, i lov nr. 997 af 30. august 2015, § 5 i lov nr. 1574 af 15. december 2015, § 2 i lov nr. 1883 af 29. december 2015, § 4 i lov nr. 1884 af 29. december 2015, § 7 i lov nr. 1888 af 29. december 2015, lov nr. 1890 af 29. december 2015, lov nr. 134 af 16.

februar 2016, § 3 i lov nr. 428 af 18. maj 2016, lov nr. 429 af 18. maj 2016, § 1 i lov nr. 430 af 18. maj 2016 og § 10 i lov nr. 652 af 8. juni 2016.

Lov om visse erhvervsdrivende virksomheder, jf. lovbekendtgørelse nr. 559 af 19. maj 2010, med de ændringer, der følger af § 2, nr. 7 og 10-13, i lov nr. 516 af 12. juni 2009, § 1 i lov nr. 616 af 14. juni 2011, § 3 i lov nr. 1231 af 18. december 2012, § 2 i lov nr. 1383 af 23. december 2012, § 198 i lov nr. 598 af 12. juni 2013 og § 7 i lov nr. 634 af 12. juni 2013.

Lov om indkomstbeskatning af aktieselskaber m.v. (Selskabsskatteloven), jf. lovbekendtgørelse nr. 680 20. maj 2015 med de ændringer, der følger af § 2 i lov nr. 998 af 30. august 2015, § 20 i lov nr. 395 af 2. maj 2016, § 5 i lov nr. 428 af 18. maj 2016 og § 1 i lov nr. 652 af 8. juni 2016.

Artikler

Bundgaard 2006:

Bundgaard, Jakob. *Private Equity Funds & Leveraged Buy Outs – om rækkevidden af indgrebet mod bestemmende indflydelse fra transparente enheder m.v.* Karnov Group Danmark A/S. SR-SKAT online. SU 2006,188

Bundgaard 2009:

Bundgaard, Jakob. 2009. *Carried interest i private equity- og venturefonde – internationale strømninger slår igennem til dansk ret.* Tidsskrift for Skatter og Afgifter, TfS 2009, 836: 4033-4050

Dunning, 2001:

Dunning, John H. 2001. *The Eclectic (OLI) Paradigm of International Production; Past, Present and Future.* Int. J. of the Economics of Business, vol. 8, no. 2, pp. 173-190.

Falk, 2006:

Falk, Ria, 2006. *Nye koncernbegreber – L116 om kapitalfonde mv.* Karnov Group Denmark A/S. SR-SKAT online. SR.2006.0291

Heinrichsen, 2016:

Heinrichsen, Inge. 2016. *Går Danmark enegang og skaber usikkerhed for private equity og venture fonde?* Karnov Group Danmark A/S. SR-SKAT online. SR.2016.0054

Laursen, 2018:

Laursen, Anders Nørgaard. 2018. *Ændringer af fast driftssted definitionen afledt af BEPS-projektet*. Karnov Group Danmark A/S. SR-SKAT online. SR.2018.0111.

Linderfalk et al., 2015:

Linderfalk, Ulf & Hilling, Maria. 2015. *The Use of OECD Commentaries as Interpretative Aids – The Static/Ambulatory-Approaches Debate Considered from the Perspective of International Law*. Nordic Tax Journal issue 1: 39-54.

Nørremark et al., 2014:

Nørremark, Michael & Jensen, Casper. 2014. *Fast driftssted for K/S-investorer*. Karnov Group Danmark A/S. SU 2014, 75

Nørremark et al., 2015:

Nørremark, Michael & Jensen, Casper. 2015. *Seneste praksis om fast driftssted for K/S-investorer*. Karnov Group Danmark A/S. SU 2015, 279

Ramussen et al., 2002:

Rasmussen, Søren & Olsen Claus Kirkeby. 2002. *Er ventureselskaber næringsskattepligtige af aktier?* Karnov Group Danmark A/S. SR-SKAT online. SR.2002.0208

Wittendorff, 2010:

Wittendorff, Jens. 2010. *International skatteret 2010*. Karnov Group Danmark A/S. SR-SKAT online. SR.2010.0212.

Wittendorff, 2014:

Wittendorff, Jens. 2014. *Fast driftssted for investorer i private equity funds – vidtrækkende praksisændring*. Karnov Group Danmark A/S. SR-SKAT online. SR.2014.0112

Rapporter/publikationer

Andersen et al., 2013:

Andersen, Christian Helbo, Madsen, Bjarne & Klausen, Sanne Veje. 2013. *Direkte Investeringer*. Nationalbankens kvartalsoversigt, 2. kvartal 2013 – del 1. Danmarks Nationalbank.

Bennedsen et al. 2008:

Bennedsen, Morten et al. 2008. Private equity i Danmark. Centre for Economic and Business Research, Copenhagen Business School

Dimson et al., 2017:

Dimson, Elroy, Marsh, Paul & Staunton. 2017. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2017. Summary Edition

Danmarks statistik, 2017:

Danmarks statistik. 2017. Nyt fra Danmarks statistik nr. 427. Nationalregnskab og offentlige finanser

DVCA, 2017:

Sperling, Joachim et al. 2017. Kapitalfonde i 2016/17. Danish Venture Capital and Private Equity Association: 1-36.

European Commission, 2010:

European Commission. 2010. Report of Expert Group on removing tax obstacles to cross-border Venture Capital Investments.

Invest Europe, 2017:

Invest Europe. 2017. 2016 European Private Equity Activity, Statistics on Fundraising, Investments and Divestments.

Isaksen, Jacob et al., 2016:

Isaksen, Jacob, Kramp, Paul Lassenius & Klausen, Sanne Veje. 2016. Direkte investeringer. Nationalbankens kvartalsoversigt 1. kvartal 2016. Danmarks Nationalbank.

OECD 2007:

OECD. 2007. Tax Effects of Foreign Direct Investment – No. 17. Recent Evidence and Policy Analysis, OECD.

OECD Factbook, 2016. OECD Factbook 2015-2016: Economic, Environmental and Social Statistics.

OECD Publishing, Paris.

OECD 2018:

OECD. 2018. FDI in Figures.

OECD/G20 Preventing the Artificial Avoidance of Permanent Establishment Status –
Action 7: 2015 Final Report

OECD/G20 Addressing Base Erosion and Profit Shifting, 2013

UNCTAD, 2015:

UNCTAD. 2015. World Investment Report 2015. United Nations Publication.

UNCTAD, 2017:

UNCTAD. 2017. World Investment Report 2017 – Investments and the Digital Economy. United Nations Publication.

UNCTAD. 2014. World Investment Prospects Survey 2014-2016. United Nations, New York.

Modeloverenskomster og konventioner

OECD's modeloverenskomst med kommentarer (version 2014)

OECD's modeloverenskomst med kommentarer (version 2017)

Wiener konventionen om traktatretten af 23. maj 1969

Lovforarbejder

L35 (1994-95) som fremsat af skatteministeren den 26. april 1995: Forslag til Lov om ændring af forskellige skattelove

L116 (2005-06) som fremsat af skatteministeren (Kristian Jensen) den 14. december 2005: Forslag til Lov om ændring af ligningsloven, selskabsskatteloven og andre skattelove.

L237 (2017-18) som fremsat af skatteministeren (Karsten Lauritzen) den 2. maj 2018: Forslag til Lov om ændring af selskabsskatteloven og forskellige andre love.

Retspraksis

Administrativ praksis

SKM2001.493.LR
SKM.2002.473.LR
SKM.2007.119.SR
SKM2010.257.SR
SKM2010.318.SR
SKM2012.190.SR
SKM2012.425.SR
SKM2012.676.SR
SKM2012.715.SR
SKM2012.313.SR
SKM2013.899.SR
SKM2014.632.SR
SKM2015.56.SR
SKM2015.95.SR
SKM2016.448.SR
SKM2017.12.SR
SKM2017.13.SR
SMK2017.14.SR

Domspraksis

U.1965B.250
TfS 1996, 532 H
TfS 2002, 15 LR

Vedledninger

Den juridiske vejledning 2018-1, version 2.6 Gældende fra den 31. januar 2018.

Hjemmesider

www.dvca.dk

Tilgængelig på: <http://dvca.dk/om-kapitalfonde/>

Bilag I: OECD's Modeloverenskomst 2014

Artikel 5: Fast driftssted

Stk. 1. I denne overenskomst betyder udtrykket »fast driftssted« et forretningssted, hvor et foretagendes virksomhed helt eller delvis udøves.

Stk. 2. Udtrykket »fast driftssted« omfatter især:

- a) et sted, hvorfra foretagendet ledes;
- b) en filial;
- c) et kontor;
- d) en fabrik;
- e) et værksted og
- f) en grube, en gas- eller olie kilde, et stenbrud eller et andet sted, hvor naturforekomster udvindes.

Stk. 3. Et bygnings-, anlægs- eller installationsarbejde skal i sig selv kun medføre, at stedet betegnes som fast driftssted, hvis det opretholdes mere end 12 måneder.

Stk. 4. Uanset foranstående bestemmelser i denne artikel skal udtrykket »fast driftssted« ikke omfatte:

- a) anvendelsen af indretninger udelukkende til oplagring, ud- stilling eller udlevering af varer tilhørende foretagendet;
- b) opretholdelsen af et varelager, tilhørende foretagendet, udelukkende til oplagring, udstilling eller udlevering;
- c) opretholdelsen af et varelager, tilhørende foretagendet, udelukkende til bearbejdelse eller forædling hos et andet foretagende;
- d) opretholdelsen af et fast forretningssted udelukkende for at foretage indkøb af varer eller fremskaffe oplysninger til foretagendet;
- e) opretholdelsen af et fast forretningssted udelukkende i det øjemed at udføre anden virksomhed af forberedende eller hjælpende art for foretagendet;
- f) opretholdelsen af et fast forretningssted udelukkende med henblik på en kombination af de under litra a-e nævnte formål, forudsat at virksomheden på det faste forretningssted, der er et resultat af denne kombination, er af forberedende eller hjælpende art.

Stk. 5. Uanset bestemmelserne i stk. 1 og 2, hvor en person - med undtagelse af en sådan uafhængig repræsentant, for hvem stk. 6 finder anvendelse - der udøver virksomhed for et foretagende, har, og sædvanligvis udøver, en fuldmagt i en kontraherende stat til at indgå aftaler i foretagendets navn, skal dette foretagende anses for at have fast driftssted i denne stat med hensyn til enhver virksomhed, som han foretager for foretagendet, medmindre hans virksom- hed er begrænset til sådanne, som er nævnt i stk. 4, som, hvis den udøves gennem et fast forretningssted, ikke ville gøre dette faste forretningssted til et fast driftssted i henhold til bestemmelserne i pågældende stykke.

Stk. 6. Et foretagende anses ikke for at have fast driftssted i en kontraherende stat, blot fordi det driver forretning i den stat gennem en mægler, kommissionær eller anden uafhængig repræsentant, såfremt disse personer handler inden for rammerne af deres sæd- vanlige forretningsvirksomhed.

Stk. 7. Den omstændighed, at et selskab, hjemmehørende i en af de kontraherende stater, behersker eller beherskes af et selskab, som er hjemmehørende i den anden kontraherende stat, eller som (enten gennem et fast driftssted eller på anden måde) udøver forretningsvirksomhed i den anden stat, skal ikke i sig selv bevirke, at et af de to selskaber anses for et fast driftssted for det andet.

Bilag II: OECD's Modeloverenskomst 2017

Article 5: Permanent Establishment

(...)

Paragraph 5

Notwithstanding the provisions of paragraphs 1 and 2 but subject to the provisions of paragraph 6, where a person is acting in a Contracting State on behalf of an enterprise and, in doing so, habitually concludes contracts, or habitually plays the principal role leading to the conclusion of contracts that are routinely concluded without material modification by the enterprise, and these contracts are in the name of the enterprise, or for the transfer of ownership of, or for the granting of the right to use, property owned by that enterprise or that the enterprise has the right to use, or for the provision of services by that enterprise, that enterprise shall be deemed to have a permanent establishment in that state in respect of any activities which that person undertakes for the enterprise, unless such activities of such person are limited to those mentioned in paragraph 4 which, if exercised through a fixed place of business (other than a fixed place of business to which paragraph 4.1 would apply), would not make this fixed place of business a permanent establishment under the provisions of that paragraphs.

Paragraph 6

Paragraph 5 shall not apply where the person acting in a Contracting State on behalf of an enterprise of the other Contracting State carries on business in the first-mentioned State as an independent agent and acts for the enterprise in the ordinary course of that business. Where, however, a person acts exclusively or almost exclusively on behalf of one or more enterprise to which it is closely related, that person shall not be considered to be an independent agent within the meaning of this paragraph with respect to any such enterprise.

(...)

Paragraph 8

For the purpose of the Article, a person or enterprise is closely related to an enterprise if, based on all the relevant facts and circumstances, one has control of the other or both are under the control of the same persons or enterprises. In any case, a person or enterprise shall be considered to be closely related to an enterprise if one possesses directly or indirectly more than 50 per cent of the beneficial interest in the other (or, in the case of a company, more than 50 per cent of the aggregate vote and value of the company's shares or of the beneficial equity interest in the company) or if another person or enterprise possesses directly or indirectly more than 50 per cent of the beneficial interest (or, in the case of a company, more than 50 per cent of the aggregate vote and value of the company's shares or of the beneficial equity interest in the company) in the person and the enterprise or in the two enterprises.

Bilag III: Abbreviationer

ABL	Aktieavancebeskatningsloven
AD	Aggregate Demand
BNP	Bruttonationalprodukt
C	Consumption
DBO	Dobbeltbeskatningsoverenskomst
DVCA	Danish Venture Capital and Private Equity Association
FDI	Foreign Direct Investment
G	Government spending
KGL	Kursgevinstloven
LEV	Lov om visse erhvervsdrivende virksomheder
LL	Ligningsloven
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
SEL	Selskabsskatteloven
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development

Bilag IV: Definitioner og begreber

Avancerede økonomier

Lande der er medlem af OECD (undtaget Chile, Mexico, Korea og Tyrkiet) samt lande der er medlem af EU, men ikke er medlem af OECD, jf. World Investment Report 2017, s. 236.

Begrænset skattepligt

Vurderes ud fra om selve indkomsten har en fornøden tilknytning til Danmark. Det betyder, at begrænset skattepligt typisk indtræder, når indkomsten hidrører fra Danmark, Schmidt et al, 2015, s. 20.

Dobbeltbeskatning

Dobbeltbeskatning er når en indkomst, eller skatteyder beskattes to eller flere gange. Der sondres mellem økonomisk og juridisk dobbeltbeskatning. Juridisk dobbeltbeskatning er, når en skatteyder beskattes af den samme indkomst i to eller flere stater. Modsat er økonomisk dobbeltbeskatning når den samme indkomst beskattes hos to forskellige skattesubjekter, jf. Schmidt et al., 2015, s. 21.

Dobbeltbeskatningsoverenskomst (DBO)

En bilateral aftale, der typisk er indgået mellem to lande. Aftalen har til formål at fordele beskatningsretten mellem de to lande, jf. Schmidt et al., 2015, s.23.

Endogen variabel

En endogen variabel er bestemt indenfor en bestemt models rammer.

Eksogen variabel

Når noget er eksogent bestemt, betyder det, at det er bestemt udefra.

Fast driftssted

Et fast driftssted defineres som et fast forretningssted, gennem hvilket et foretagendes virksomhed helt eller delvist udøves. Selskaber, foreninger, mv., der har hjemsted i udlandet, men som har et fast driftssted i Danmark, vil blive begrænset skattepligtige til Danmark, jf. selskabsskattelovens § 2, stk. 1, litra a, som fortolkes i overensstemmelse med OECD's modeloverenskomst art. 5.

Finansielle investeringer

Investeringer som værende køb af eksempelvis guld, aktier og andre finansielle aktiver.

Fuld skattepligt

Vurderingen foretages ud fra skattesubjektet. Det betyder, at et selskab vil kunne være fuld skattepligtig til Danmark, hvis selskabet har den fornødne tilknytning til landet. For selskaber kræver det, at selskabet er registreret her i landet eller har ledelsens sæde dér, jf. Schmidt et al, 2015, s. 19.

Gearing

Gearing er bestemt ved forholdet mellem gæld og egenkapital, ved en høj gearing er der således en stor mængde gæld i forhold til egenkapital.

Gældende ret

Gældende ret er det resultat en domstol vil nå frem til, når den anvender retskilderne, jf. Tvarnø & Nielsen, s. 30.

Indkomstoverførsel

Indkomstoverførsler defineres som kontante udbetalinger fra det offentlige til borgerne, og dækker over bl.a. boligsikring, børnetilskud, osv.

Kapitalfond

En virksomhed, der hovedsageligt investerer i unoterede aktier, med formålet om at sælge den virksomhed, der investeres i videre indenfor en periode på 3-7 år.

Koncernforbundne selskaber

Ved koncernforbundne selskaber forstås en gruppe af selskaber, der gennem en aktiebesiddelse kontrolleres af ét eller flere selskaber (moderselskabet).

Mellemstatslig organisation

En organisation, der har stater som medlemmer. Organisationen kan ikke vedtage regler, der har direkte virkning for medlemmerne. Det er alene de regler, som medlemmer bliver enige om, der gælder for samarbejdet. UNCTAD er en del af FN som ligeledes er en mellemstatslig organisation.

OECD's modeloverenskomst

OECD's modeloverenskomst er grundlaget for en del af de DBO'er, der er udformet. Modeloverenskomsten og dens kommentarer, er tilvejebragt gennem et internationalt administrativt samarbejde. Modeloverenskomsten er ikke gennemført i national ret og er derfor ikke folkeretlig

bindende. Imidlertid udspringer de danske DBO'er af OECD's modeloverenskomst, jf. den juridiske vejledning, 2018.1, C.F.8.2.1.

Overgangsøkonomier

Kunne eksempelvis være Rusland og Georgien, jf. World Investment Report 2017, s. 236.

Passiv investor

En passiv investor investerer alene sine penge i eksempelvis en kapitalfond og bruger ikke ressourcer på at undersøge markedet eller fremme deres investering.

Porteføljeselskab

Et selskab, der indgår som en del af en kapitalfonds investeringsportefølje.

Realinvesteringer

Beskriver investering i kapitalgoder, herunder køb af produktionsmidler i form af maskiner, bygninger og huse.

Risikovillig kapital

Med risikovillig kapital menes finansiering på kommercielle vilkår, men hvor risikoen som regel er for høj til, at traditionelle finansielle institutioner vil tilbyde finansiering.

Udenlandske direkte investeringer

Udenlandske direkte investeringer er investeringer, foretaget af investorer i ét land, der har til formål at etablere en længerevarende investering i en virksomhed, der er beliggende i et andet land.

Vækstøkonomier

De resterende lande, der ikke er defineret som avancerede økonomier eller overgangsøkonomier. Det kunne eksempelvis være Kina, jf. World Investment Report 2017, s. 236.

Værnsregel

En værnsregel er kendetegnet ved at sikre at en regel ikke omgås. Den har således til formål at værne en anden bestemmelse i de tilfælde bestemmelsen ikke selv finder anvendelse. Det betyder at en værnsregel per definition udvider anvendelsesområdet for en anden regel, jf. SMK2012.583.HR, Skatteministeriet mod Learn2Lead A/S.

Værdiansættelse

En værdiansættelse af en virksomhed fastsætter den nuværende værdi af virksomheden. Værdiansættelsen beror eksempelvis på kapitalstrukturen, markedsværdien af virksomhedens aktiver og forventningen til fremtidige cash flows. Værdiansættelsesmetoden varierer alt efter hvilken virksomhed, industri, osv., der er tale om, men kan inkludere vurdering af regnskabsmæssige nøgletal, diskonteringsmodeller og sammenligning med andre virksomheder.