

Implikationen af den danske udbyttebeskatning

The Implication of the Danish Withholding Tax



Kandidatafhandling af

Jesper Gram Hartlev

Studienummer: 31615

Kontraktnummer: 10107

Cand.merc.FIR

Frederik Bo Hansen

Studienummer: 20071

Kontraktnummer: 10106

Cand.merc.(jur)

Vejledere

Erik Banner-Voigt

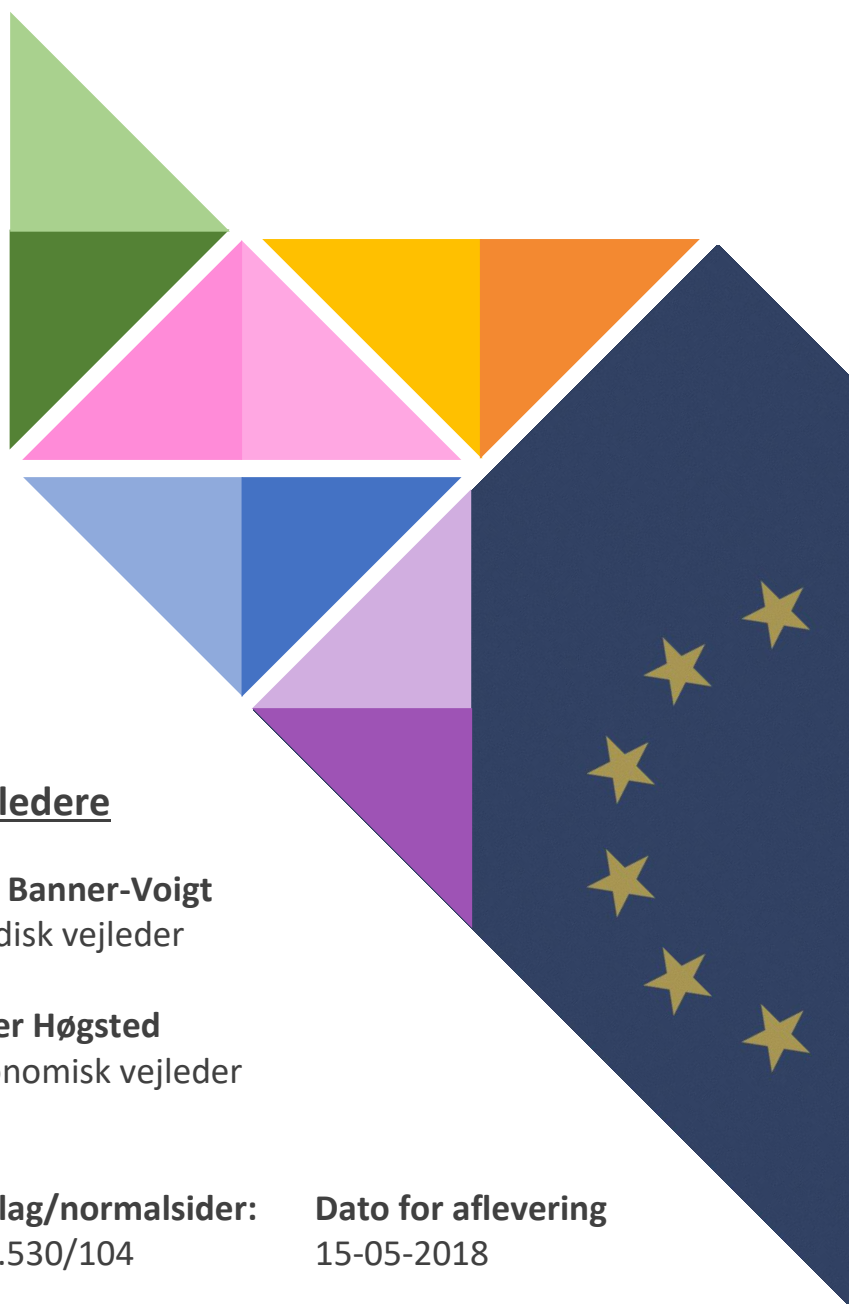
Juridisk vejleder

Peter Høgsted

Økonomisk vejleder

Anslag/normalsider:
237.530/104

Dato for aflevering
15-05-2018



Executive summary

The scope of this thesis is to analyze if a broader Danish tax definition of dividend, compared to the definition given in OECD Model Convention and the implementation of the circumvention clause, could distort the inner market functionality. Furthermore, this thesis will analyze the consequences of protective provisions in the value estimate of companies by exemplifying through a specific case. It will be determined if the current interpretation of the general circumvention clause in Tax Assessment Act is EU-compatible. In extension to which degree the impact, the effects by the restrictive provisions negative value estimate on companies, has on the total welfare.

The analysis is based on fundamental theories of Corporate Finance, general microeconomic theories and finally various legal discussions with general focus on the Tax Assessment Act (TAA) specified § 16 A-B re. dividend definition, how to circumvent the safe guard of Danish tax law and § 3 of TAA. The anterior discussion analyzed if the broad interpretation of the dividend definition potentially led to unconstitutional behavior from a European perspective and in addition led to an interpretation of the general circumvention which could be deemed non-compatible with EU-law. The conclusion of this analysis was that the definition itself could not be deemed unconstitutional. However, the interpretation from the Danish Tax Authorities regarding the provision 3 of TAA was concluded to be non-compatible with EU-law due to jurisprudence by the EU court of law.

The thesis included an analysis of the effects of restrictive outbound dividend taxation and impact on the value estimate by the concerned firm of the thesis. This was done by one of the fundamental methods of Corporate Finance; The discounted-cash flow method. It was shown that the estimated value of a firm was inverse correlated with the Danish tax legislation on outbound dividend. This further showed the assumption that Danish tax legislation was unconstitutional re. EU-constitution.

Finally, the integrated section included a discussion in which the effects of strict tax legislation and lesser-valued companies has on the total Danish welfare, in which it was concluded that the total welfare of the state was affected negatively by the restrictive nature of outbound dividend taxation. Hence the distortion of foreign investors decision making, in extension, the strain of the functionality of the inner market.

Indholdsfortegnelse

1. Indledning.....	5
1.1 Baggrund og motivation	5
1.2 Problemformulering	6
1.3 Struktur.....	6
1.4 Metode	8
1.4.1 Juridisk metode	9
1.4.2 Økonomisk metode	9
1.4.3 Integreret metode	11
1.5 Perspektiv	12
1.6 Afgrænsning.....	12
2. Juridiske kapitel	13
2.1 Indledning.....	13
2.2 Dansk udbyttebeskatning.....	14
2.3 Udbyttebegrebet i dansk skatteretlig forstand mod OECD's Modeloverenskomst udbyttebegreb.....	15
2.3.1 Typer af udlodninger omfattet af udbyttebegrebet.....	16
2.3.2 OECD's modeloverenskomsts definition af udbytte	19
2.3.3 Dansk udbyttebegrebs forenelighed med EU-retten	21
2.3.4 Delkonklusion	24
2.4 Begrænset skattepligt – dansk skatteret.....	24
2.4.1 Gennemstrømningsstruktur	27
2.4.2 Delkonklusion	31
2.5 Analyse af begrebet ”retmæssig ejer” i hhv. danske lovgivning og EU's forstand.....	32
2.5.1 Den danske fortolkning af retmæssig ejer	32
2.5.2 Delkonklusion	38
2.6 Dansk general omgåelsesklausul, LL § 3 og foreneligheden med EU.....	38
2.6.1 Ligningslovens § 3 – implementering, forarbejderne & forenelighed	39
2.6.2 C-6/16, Eqiom	42
2.6.3 Dansk retspraksis' anvendelsesområde af formodningsreglen LL § 3, SKM.2017.333.SR	45
2.6.4 Delkonklusion	53
3. Økonomisk kapitel	53
3.1 Indledning.....	53
3.1.1 Valg af virksomhed	57
3.2 Regnskabsanalyse:.....	58

1. Indledning

3.2.1 Ændring i regnskabspraksis	58
3.2.2 Reformulering af balancen	59
3.2.3 Reformulering af resultatopgørelsen	59
3.2.4 Reformulering af egenkapitalopgørelsen	60
3.3 Nøgletalsanalyse	61
3.3.1 Rentabilitetsanalyse niveau 1:	61
3.3.2 Rentabilitetsanalyse niveau 2:	67
3.3.3 Rentabilitetsanalyse niveau 3:	69
3.4 Delkonklusion	73
3.4.1 Tydeliggørelse af betingelser for valg af virksomhed	74
3.5 Budgettering	75
3.5.1 Budgetperioden	76
3.5.2 Budgetteringens drivere	76
3.6 DCF-modellen:	84
3.6.1 WACC: Situation A	84
3.6.2 WACC: Situation B	94
3.6.3 ROIC v. WACC	95
3.6.4 Værdiansættelse	97
3.7 Situation A contra situation B	104
3.8 Delkonklusion	105
4 Integreret kapitel	107
4.1 Mindre kapitalindskud, færre investeringer	107
4.2 Deadweight loss – Samfundsøkonomisk tab	108
4.3 Delkonklusion	113
5. Konklusion	114
6. Forkortelser	117
7. Litteraturliste	118
8. Bilag	123

1. Indledning

1.1 Baggrund og motivation

De sidste årtiers markante øgede fokus på globalisering og øget samhandel har sat de forskellige staters skatteregler under pres. Dette skyldes især de grænseoverskridende transaktioner samt konstruktioner af multinationale selskaber, som ønsker at profitmaksimere igennem internationale investeringer. Imellem de forskellige staters skatteregler hersker der asymmetri, hvilket giver internationale selskaber incitament til at placere sig fordelagtigt i stater med fordelagtig skatteregi. Dette har medført øget fokus på den interstatslige skattekonkurrence i det indre marked.

Den nuværende diskurs fra EU omhandler et ønske om øget afbalancering af skattefordeling mellem staterne, hvilket har ført til højt profilerede skattesager, hvor blandt andet Google og Apple er blevet stævnet (Bang Thomsen, 2018). Disse skattesager er forekommet grundet de asymmetriske skatteregler, der hersker over de europæiske statsgrænser, hvor diverse stater forsøger at beskytte deres indkomstgrundlag. Denne beskyttelse af indkomstgrundlag involverer blandt andet også Danmark, hvor Danmark, med implementeringen af den internationale omgåelsesklausul, opstiller en generel formodningsregel, der forsøger at værne mod skatteunddragelse. Denne generelle formodningsregel giver anledning til diskussion om dens brugbarhed grundet dens ekstensive omfang, hvilket kan føre til forvrængning af det indre marked, samt forvrængning af investorens investeringsvillighed. Forvrængningen kommer af spørgsmålet og den konkrete vurdering af, om internationale selskaber har placeret sig med det formål at opnå skattefordel. Forvrængningen af det indre marked, grundet de ekstensive skatteregler kan derfor have betydning for de danske selskaber og deres værdi, herunder have betydning for det danske velfærdssamfund. Denne betydning lægger op til spørgsmålet om EU-forenelighed, og om fortolkningen af de danske værnsregler er EU-stridige. Betydningen for de danske selskaber og det danske velfærdssamfund, ved det ekstensive omfang af fortolkningen af de danske værnsregler, er stadig en ukendt faktor, hvilket præger hele diskussionen med en stor usikkerhed.

1.2 Problemformulering

På baggrund af ovenstående motivation, vil denne afhandling undersøge, hvorledes de danske værneregler kan påvirke en udenlandsk investors investering i Danmark, samt hvad dette potentielt har af betydning for den danske samfundsvelfærd. Dette leder os til afhandlingens problemstilling:

Hvordan kan de danske værneregler påvirke en udenlandsk investors investering i Danmark, og hvilke implikationer har dette på den danske samfundsvelfærd?

For at undersøge ovenstående problemstilling, vil afhandlingen undersøge og besvare nedenstående delspørgsmål:

- Kan alene et udvidet udbyttebegreb statuere EU-stridighed?
- Hvordan fortolkes retmæssig ejer efter dansk lovgivning ift. det EU-retlige begreb?
- Hvorvidt er fortolkningen af LL § 3 forenelig med EU-retten?
- Hvordan påvirker størrelsen af en investors udbyttebeskatning, værdien af et dansk driftsselskab?
- I hvilket omfang kan restriktive værneregler påvirke dansk velfærd?

1.3 Struktur

Afhandlingens struktur er illustreret af figur 1. Afhandlingen vil indledningsvis afdække indledningen, problemstillingen, valg af metode og afgrænsningen. Formålet her er at introducere læseren for projektets emne, motivation samt præcisere bevæggrunden for afhandlingen og heri fundamentet for den videre fremstilling.

Efterfølgende vil det juridisk kapitel blive præsenteret. Det juridiske kapitel vil indledningsvist indeholde en fremstilling af selskabsskatte- og kildeskattelovens bestemmelser, der regulerer begrænset skattepligt for selskabsaktionærer. Herefter vil der blive belyst, hvornår og hvordan der kan opstå udnyttelsessituationer af direktivfordele samt en analyse af den nyligt implementeret omgåelsesklausul.

Analysen starter med en præsentation af de forskellige typer udlodninger, der omfattes af det danske udbyttebegreb samt relevante skattelovbestemmelser for udenlandske investorer, der

modtager udbytte fra deres danske investeringer, nærmere det konkrete anvendte driftsselskab PEB Erhverv. Dette er med til at skabe fundamentet og forståelsen for den efterfølgende analyse. Herefter vil der foretages en komparativ analyse af det danske og EU-udviklede retsmæssig ejer-begreb, samt af hvornår der kan foreligge udnyttelsessituationer af fordelene efter direktiverne.

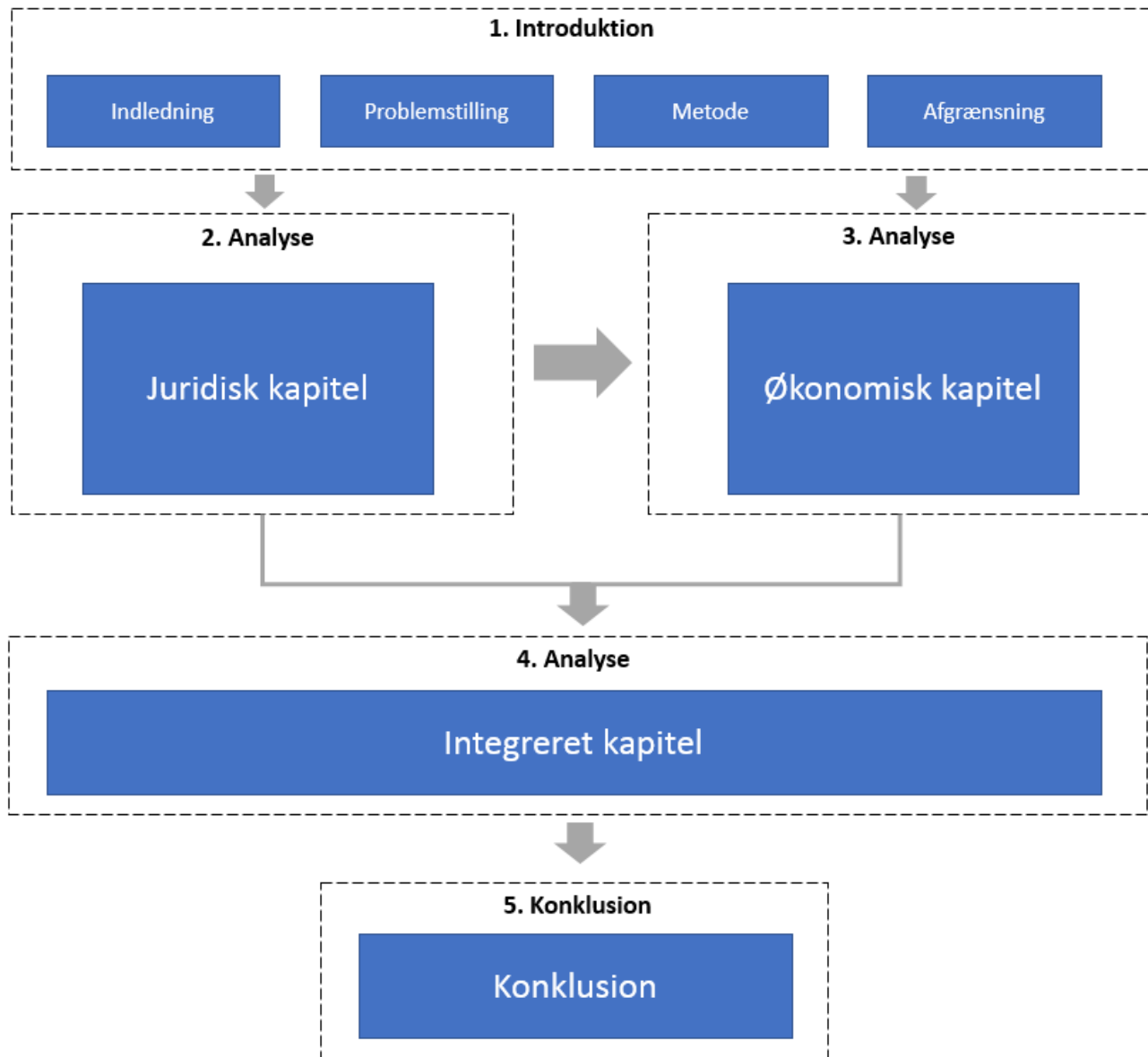
Det foregående afsnit underbygger den juridiske analyses finale om, hvorvidt den danske fortolkning af § 3 af lovbekendtgørelse nr. 1162 af 01/09/2016, gennem en vurdering af hhv. EU-retspraksis kontra dansk skattemæssig retspraksis, er forenelig med EU-retten efter en EU-konform fortolkning.

Det juridiske kapitel vil blive efterfulgt af afhandlingens økonomiske kapitel. Det økonomiske kapitel vil påvise, hvad en udbyttebeskatning kan have af betydning for et dansk driftsselskabs estimerede værdi.

Strukturen af det økonomiske kapitel er illustreret i bilag 1. Kapitlet vil begynde med en indledning, hvori der vil blive opstillet to scenarier henholdsvis situation A og situation B. Disse to sammenlignelige situationer differentierer sig ved størrelsen af investorens pålagte udbyttebeskatning. Efterfølgende vil et dansk driftsselskab blive valgt, på baggrund af nogen forudbestemte kriterier, hvorefter der vil blive udført en regnskabs- og nøgletalsanalyse af selvsamme selskab. Efterfølgende vil regnskabs- og nøgletalsanalysen af det danske selskab danne grundlag for den fremtidige budgettering af det danske selskab. Herefter vil de gennemsnitlige vægtede kapitalomkostninger, diskonteringsfaktoren, blive udregnet og sammenlignet for hhv. situation A og situation B. Ved de udregnede og fundne diskonteringsfaktorer, vil den estimerede værdi af det danske driftsselskab blive udregnet og sammenlignet for de to situationer ved brug af en DCF-model. Afslutningsvis for dette kapitel, vil den overordnede forskel mellem situation A og situation B blive diskuteret samt implikationen af dette, hvorefter det økonomiske kapitel vil munde ud i en delkonklusion.

Analyserne samt konklusioner fra hhv. det juridiske og økonomiske kapitel vil blive sammenfattet og analyseret i afhandlingens integreret kapitel. Dette kapitel vil undersøge, hvad de fundne juridiske og økonomiske konklusioner har af implikation og betydning for den danske velfærd. Afhandlingen vil afslutningsvis konkludere på de enkeltstående analysers delkonklusioner i en samlet konklusion.

Figur 1: *Strukturoverblik*



1.4 Metode

Afhandlingen er af en tværfaglig karakter mellem jura og økonomi. Derfor vil afhandlings metode blive beskrevet ved en overordnet metode samt en opdeling af den anvendte juridiske og økonomiske metode. Afhandlingens overordnede metode tager afsæt i den deduktive fremgangsmetode (Andersen, 2009, p. 39). Denne metode tager udgangspunkt i generelle teorier i et forsøg på at drage konklusioner for enkelte hændelser eller situationer. De overordnede anvendte teorier og metoder vil blive beskrevet nedenstående for det juridiske, økonomiske og integrerede kapital.

1.4.1 Juridisk metode

Afhandlingens juridiske problemstilling vil tage udgangspunkt i den retsdogmatiske metode (R. Nielsen & Tvarnø, 2014, p. 30). I behandlingen af problemstillingen vil der anvendes anerkendt juridisk litteratur samt fremmed ret i form af EU-retten. Formålet med kapitel 2 er hermed at udforme en komparativ analyse af EU OECD's udbyttebegreb og det danske udbyttebegreb samt en analyse af EU-foreneligheden af omgåelsesklausulen implementeret i § 3 af lovbekendtgørelse nr. 1162 af 01/09/16.

Den retsdogmatiske analyse, som er den eneste juridiske metode, der kendes, anvendes med formålet at systematisere, beskrive og fortolke gældende ret (Nielsen & Tvarnø, 2014, p. 30). Retsdogmatikken anvendes således med formålet at beskrive den gældende ret og fortolke den, navnlig ved anvendelse af retskilderne, der inddeles som angivet: regulering; retspraksis; rets-sædvaner og forholdets natur (Nielsen & Tvarnø, 2014, p. 30).

"De lege Lata" (Nielsen & Tvarnø, 2014, p. 31) dvs. gældende ret, er resultatet "*domstolen vil komme frem til ved anvendelsen af retskilderne og den retsdogmatiske analyse*" (Nielsen & Tvarnø, 2014, p. 31). Det er således resultatet af analysen af de juridiske problemstillinger. Den retsdogmatiske analyse behandler de retskilder, der er relevante for udledning af gældende ret for selskabsskat. Analysen vil med henblik på regulering, tage udgangspunkt i relevante bestemmelser i selskabsskatteloven i LBK nr. 1164 af 06/09/16 og ligningsloven i LBK nr. 1162 af 01/09/16. Udover de danske lovreguleringer samt retspraksis, afgrænses afhandlingen til OECDs modeloverenskomst, EU-retspraksis samt moder-/datterselskabsdirektivet relevant for LL § 3.

Et kritisk punkt af den retsdogmatiske metode, relevant for afhandlingen, vil være den sparsomme danske retspraksis på anvendelsesområdet af LL § 3, eftersom der kun findes én afgørelse, hvor bestemmelsen er anvendt til at tilsidesætte et arrangement. En behandling efter EU-domstolen vil kunne bidrage til fyldestgørelse af afgørelsens fortolkningsværdi af LL § 3.

1.4.2 Økonomisk metode

Den økonomiske del af afhandlingen vil tage et videnskabsteoretisk afsæt i det neopositivistiske paradigme. Paradigmet fortæller os, at virkeligheden findes, men at vi som forskere i denne

afhandling konstant vil blive påvirket af vores egen subjektive holdninger og værdier, og dette medfører umuligheden i, at vi kan finde frem til denne sandhed (Nygaard & Darmer, 2005, p. 26). Dette betyder, at den udregnede estimeret værdi af det danske driftsselskab ikke er den sande værd, men blot er den estimerede værdi af selskabet. Metodemangfoldigheden er i det økonomiske kapitel begrænset. Begrænsningen skyldes, at der i det økonomiske kapitel udelukkende anvendes en kvantitativ metode til at undersøge den økonomiske problemstilling. Årsagen til dette skyldes en vurdering af, at dette er tilstrækkeligt for at opnå en større videnskabelighed for afhandlingen, og brug af kvalitativ metode ikke vil øge afhandlingens samlede videnskabelighed (Bjerg & Villadsen, 2006, p. 27).

Der vil igennem afhandlingen bestræbes på at opretholde et højt niveau af objektivitet for at øge afhandlingens validitet, reliabilitet og generaliserbarhed.

Den økonomiske del af afhandlingen vil anvende et casestudie som det primære undersøgelsesdesign. Et casestudie er en empirisk undersøgelse, som bliver karakteriseret på følgende måde (Yin, 2006, p. 7):

- Belyser et fænomen inden for det virkelige livs rammer
- Grænserne mellem fænomenet og den sammenhæng, hvori det indgår, ikke er indlysende
- Mulighed for at anvende flere informationskilder til belysning af fænomenet.

Afhandlingens casestudie tager form af et single casestudie, hvori casen består af et dansk driftsselskab i to scenarier (Yin, 2006, p. 8). Årsagen til at der vælges et casestudie ved undersøgelse af den økonomiske problemstilling skyldes, at det Ifølge Yin er muligt, ud fra et single casestudie, at udlede noget generelt, hvis dette casestudie er under forudsætning af en god casebeskrivelse og udførelse (Yin, 2006, p. 8). Endvidere mener nogle forskere, at et casestudie er uundværlig til samfundsvidenskabelige undersøgelser (Andersen, 2009, p. 110). Afhandlingens anvendelse af et single casestudie er dermed med henblik på at belyse størrelsen af en investors udbyttebeskatning og påvirkning af dette på et dansk driftsselskab estimerede værdi, ved brug af en casevirksomheden fra det virkelige livs rammer. Hermed forsøger afhandlingen ved hjælp af casestudiet fra det økonomiske kapitel at udlede en overordnet samfundsvidenskabelig forståelse.

Til at beregne caseselskabets estimerede værdi for de to situationer, vil DCF-modellen blive anvendt, som er en kapitalværdibaseret model. Denne model er valgt som brug til casestudiet, da denne model er det mest benyttede værdiansættelsesmodel (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p.

216). Denne værdiansættelsesmetode estimerer selskabets værdi ved at udregne nutidsværdien af fremtidige frie pengestrømme (Parum, 2016, p. 93).

Selskabets kapitalstruktur og indflydelsen af denne på et selskabs værdi, vil blive gennemgået ved en analyse af Franco Modigliani og Merton Miller teori, hvor de forsøger at belyse samme emne (Modigliani & H. Miller, 1958). Teorien omhandlende Efficient Market Hypothesis (EMH), vil også blive analyseret i det økonomiske kapitel, og danne grundlag for diskussionen om validiteten af den fremfundne estimeret selskabs værdi (Bodie, Kane, & J. Marcus, 2014, p. 349).

Samlet vurderes det, at ovenstående paradigme, dataindsamling, undersøgelsesdesign, model og teori er med til at skabe en høj videnskabelighed, validitet, reliabilitet og generaliserbarhed for afhandlingens økonomiske kapitel. Dog vurderes det også, at der ved anvendelse af et case-studie opstår nogle begrænsninger. Begrænsningerne opstår da vi undersøger et enkelt scenarie, og ikke undersøger en større population. Dette betyder, at generaliserbarheden af afhandlingen svækkes, men det vurderes ikke at ramme et kritisk punkt. Endvidere anvendes der kun én værdiansættelsesmetode, hvilket betyder, at den fundne implikation i afhandlingen af udbyttebeskatning påvirkning på et selskab estimerede værdi kun gør sig gældende ved anvendelse af samme metode, og herved også skaber en begrænsning ved afhandlingens anvendelighed ved andre modeller.

1.4.3 Integreret metode

Den integrerede del af afhandlingen vil sammenfatte konklusionerne fra det juridiske og økonomiske kapitel, og analysere disse ved brug af en mikroøkonomisk metodik. Den mikroøkonomiske metode tager udgangspunkt i tankegangen, om at forbrugere og selskaber søger at udnytte deres økonomiske muligheder bedst muligt og undersøger, hvad virkningerne ved en fejlbar markeds mekanisme har på markedet. Den mikroøkonomiske metode udleder en retsøkonomisk konklusion, der estimerer den mest efficiente situation som følge af den retsøkonomiske teori, den såkaldte Kaldor-Hicks efficiens (Eide & Stavang, 2014, p. 111).

1.5 Perspektiv

Afhandlingens problemfelt vil blive behandlet ud fra et EU-perspektiv i forlængelse af en investor hjemmehørende i tredjeland. Denne synsvinkel udspringer af at afhandlingen søger at belyse følgevirkninger af restriktive værnsregler i forbindelse med udgående udbytter udloddet til holdingselskaber lokaliseret i en medlemsstat med ejere i tredjeland.

1.6 Afgrænsning

Afhandlingen afgrænses juridisk til analysen af den begrænsede skattepligt af udgående udbytte. Her forstås de situationer, hvor Danmark er kildeland for det udloddede udbytte. Der foretages en komparativ analyse af det danske udbyttebegreb mod det EU-defineret udbyttebegreb. Det danske udbyttebegreb omfatter flere typer af udlodninger. Der afgrænses en videre behandling af de i LL § 16 A & B udbytteudlodningstyper samt behandlingen af udbytte typer som royalty og renter.

Afhandlingen vil analysere fortolkningen af den implementerede internationale omgåelses klausul i § 3 af lovbekendtgørelsen nr. 1162 af 01/09/2016. Analysen afgrænses til behandlingsområdet til diskussionen af de LL § 3 relaterede selskabsskattedirektiver, herunder moder-/datterselskabsdirektivet og kommentarerne til OECD modeloverenskomst. Analysen behandler hermed kun området af direkte skatter og ekskluderer derfor indirekte skatteområder som fx moms. Det fastlægges, at udbyttemodtageren er et moderselskab samt juridisk person. Regler, der gør sig relevant for fysiske personer vil kun, hvis anvendt, behandles i overfladisk niveau. Ingen nærmere behandling foretages heraf.

I forlængelse af afgrænsningen, vil der ikke blive analyseret ej heller dybere behandlet andre beskatningsgrundlagsmetoder såsom koncerninterne lån, transfer pricing mm. De berørte værnsregler vil kun blive behandlet i forbindelse med relevansen for fortolkning af udbyttebegrebet samt omgåelsesklausulen i LL § 3.

Afhandlingens juridiske del vil blive anvendt som et analyseværktøj til de danske skattemyndigheders fortolkning af LL § 3 i det omfang, der fremstilles i problemformuleringen.

Den udenlandske investor antages for at være en selskabsaktionær. Antages investortypen for fysisk, vil de selskabsskatteretlige bestemmelser ikke finde anvendelse. Alle andre investortyper afgrænses der fra. Det antages, at det danske driftsselskab, som er mål for investering, har danske selskabsejere.

Potentielle synergieffekter som kan opstå ved at have moder og datterselskab i samme land, vil ikke blive inkluderet eller analyseret i afhandlingen, da det kun er den skattemæssige aspekt, der er relevant.

2. Juridiske kapitel

2.1 Indledning

Den Europæiske Union har haft en betydelig udvikling på alle fronter, herunder især med fokus på at skabe en økonomisk medlemsstatslig afhængighed samt vækst. Det er sket ved at blødgøre barrierer for blandt andet etableringsretten og kapitalstrømme på tværs af medlemsstaterne. Denne unionsmæssige gensidige afhængighed har dog medført et øget fokus på skatteområdet internt blandt medlemsstaterne. Som følge af denne funktionalitet i EU-samarbejdet samt en øget globalisering bidrager internationale selskaber til den danske velfærd ved at investere i danske selskaber. Disse investorer har selvfølgelig en økonomisk gevinst som formål ved investeringen i de danske selskaber. Investorerne ønsker en del af, hvis ikke hele, overskudsandelen fra driften. Investorerne kræver altså et udbytte fra det investerede selskab. Denne indtægt er skattepligtig for investoren. Skattepligten effektueres ved udbyttebeskatning.

I dette kapitel af afhandlingen vil det forsøges at belyse de skattemæssige problemstillinger, set fra en udenlandsk investors synspunkt, der potentielt kan opstå ved investering i danske selskaber. Vores ikke-hjemmehørende investor vil modtage udbytte fra sin danske investering. Her skal vi skelne mellem udbytte og aktieavance. Kildelandet, hvori udbytteudlodning genereres, vil have en begrænset beskatningsret, hvorimod udgangspunktet for aktieavancer tildeler beskatningsretten alene til domicillandet. Beskatningsretten for hhv. udbytte og aktieavance reguleres af bestemmelserne i OECD's modeloverenskomstens art. 10 for udbytter og art. 13 for aktieavancer. Aktieavancer vil ikke blive behandlet grundigere i denne afhandling.

2.2 Dansk udbyttebeskatning

Dette afsnit vil danne grundlag for forståelse af de situationer, hvor investorer, der ikke er hjemmehørende i Danmark, vil blive pålagt en beskatning af udbytte som følge af deres investeringer og hvilke regler, situationerne reguleres af.

Efter intern dansk lovgivning reguleres udbyttebeskatningen for begrænsede skattepligtige – juridiske personer (selskabsinvestorer), der skattemæssigt ikke anses for at være hjemmeboende i Danmark - efter lov nr. 1164 af 06/09/2016 (Selskabsskatteloven - SEL) § 2 og for fysiske investorer efter lov nr. 117 af 29/01/2016 (Kildeskatteloven - KSL) § 2.

Selskabet, der udlodder udbytte, skal indeholde en kildeskat på det udlodningen. Denne kildeskat reguleres efter bestemmelsen i Kildeskattelovens § 65.

Bestemmelsen i KSL § 65 foreskriver, at selskabstyper omfattet af selskabsskattelovens § 1, stk. 1, nr. 1, 2, 2 e, 2 h, 4 og 5 a skal indeholde en kildeskat. Denne kildeskat reguleres med en sats på 27 %, jf. KSL § 65, stk. 1. Udgangspunktet i denne bestemmelse, der foreskriver forpligtelsen om indeholdelse af kildeskat på det udloddede udbytte, træder dog ikke i kraft ved situationer, hvor bl.a. udlodningen sker til den udenlandske begrænset skattepligtige investor, der herefter ikke vil blive anset som skattepligtig af udbyttet til Danmark efter SEL § 2, stk. 1, litra c. Udgangspunktet i denne bestemmelse er, at udenlandske investorer er skattepligtige af udbytteudlodninger, der kommer fra danske selskaber. Udbyttet beskattes med 27 % smh. KSL § 65, jf. SEL § 2, stk. 3. Denne skattepligt kan dog helt frafalde i forskellige situationer. Dette frafald af skattepligt i situationer vedrørende moder-/datterselskabssituationer vil blive behandlet videre i et senere afsnit i afhandlingen, nærmere 2.4.1.

Det følger af Kildeskattelovens § 69 B, i de situationer, hvor der er indeholdt en udbytteskat, der overstiger det tilladte beskatningsniveau efter en evt. indgået dobbeltbeskatningsoverenskomst eller et direktivbestemt niveau, nærmere afhandlingsrelevant moder-/datterselskabsdirektivet eller den situation, der reguleres efter SEL § 2, stk. 1, litra c for selskabsinvestorer eller KSL § 2, stk. 1, nr. 6 for fysiske investorer, vil det være muligt for den ikke-hjemmehørende investor tilbagesøge den for store procentmæssige del af den indeholdte udbytteskat ved anmodning til de danske skattemyndigheder. Skattemyndighederne har, efter anmodningen er

modtaget, en angiven frist til at behandle tilbagesøgningen. Hvis fristen ikke overholdes tillægges en rente på det anmodet beløb. Frister samt dokumentation for tilbagesøgningen vil ikke blive behandlet videre i denne afhandling.

Der findes undtagelser til de bestemmelser, der foreskriver indeholdelse af kildeskat, jf. KSL § 65. Dog gælder de undtagelser, der findes i KSL § 65 kun i de situationer, hvor der sker udlodning til udbyttemodtagere, der er skattemæssigt hjemmehørende til Danmark. Dette lægger op til en forskelsbehandling af indenlandske og udenlandske investorer. Denne forskelsbehandling kan potentielt være EU-stridig, da det indre marked ikke må forvrides, bl.a. ved at gøre det mindre attraktivt at investere i Danmark set med EU-hensyn. Denne opfattelse støttes endvidere af Cand.jur. og Partner hos Bruun og Hjejle, Erik Banner-Voigt i videnskabelige artikel "Aktieavance- og udbyttebeskatning for udenlandske investorer" (Banner-Voigt, 2016, p. 3). Forskelsbehandlingen kan dog accepteres fra EU-domstolen, hvis den kan lempes ved blandt andet adgang til tilbagesøgning af den for meget indeholdte skat eller, hvis det begrundes i tvingende almene hensyn (Schmidt, Tell, & Weber, 2015, p. 230).

2.3 Udbyttebegrebet i dansk skatteretlig forstand mod OECD's Modeloverenskomst udbyttebegreb

I dette afsnit analyseres, hvorvidt der potentielt kan ske begrænsning af beskatningen som følge af det brede danske udbyttebegreb. Det vil sige, spørgsmålet om der kan håndhæves eller, at den danske beskatning begrænses efter internationale regler, nærmere OECD modeloverenskomst. For at kunne vurdere de potentielle risici, findes der behov for at forklare den danske definition mod den fundet i OECD.

Den danske definition af udbytte, der fremgår af LL § 16 A omfatter samtlige økonomiske fordele, der opnås fra selskabet, som følge af aktionærindflydelse og anses derfor som skattepligtigt udbytte (Pedersen, Eriksen, Kerzel, & Ferniss, 2015, p. 427). Dvs. at det afgørende i vurderingen, om der er sket udlodning, er herefter om man var aktuel selskabsdeltager (aktionær) på skæringsdatoen for generalforsamlingens beslutning om udlodning, jf. lov nr. 1089 af 14/09/2015 (Selskabslovens) § 180, jf. LL § 16 A.

Dog er friaktier og friandele samt udlodning af likvidationsprovenu i det kalenderår, hvori der sker endelig opløsning af selskabet, jf. LL § 16 A, stk. 3 og stk. 4 ikke anset som udbytte, da

tildeling af friaktier og friandele beskattes efter bestemmelserne i Aktieavancebeskatningsloven (ABL) ved afståelse, jf. ABL § 25.

Det skattepligtige udbytte omfatter herunder samtlige goder i penge, formueaktiver, naturalydelse etc. (Pedersen et al., 2015, sec. 5, chapter 1), uanset om disse udloddes som deklareret og alle øvrige økonomiske fordele bestående i selskabets afvikling af aktionærers gæld og forpligtelser, selskabets afholdelse af aktionærers udgifter mv., jf. LL § 16 A.

Begrebet fundet i LL § 16 A må vurderes at have sammenlignelig egenskab af indkomstbegrebet fundet i SL § 4, eftersom litra e omfatter udbytte i dets ordlyd. Det fremgår dog af LL § 16 D, at LL § 16 A nu alene finder anvendes for udbytte af aktier, andelsbeviser og lignende værdipapirer, således at SL § 4 litra e fortsat finder anvendelse for andet udbytte (Pedersen et al., 2015, p. 427).

De typer af udbytteudlodninger, der omfattes af LL § 16 A er således aktier, andelsbeviser og lignende værdipapirer, hvilken angivelse er overensstemmende med angivelsen af de værdipapirer som ved afståelse er omfattet af ABL § 1, stk. 1. LL § 16 A omfatter følgelig udlodninger til deltagerne i juridiske personer undergivet selvstændig skattepligt, hvor deltagerne har en omsættelig andel (Pedersen et al., 2015, p. 428). Betydningen af om en udlodning er omfattet af LL § 16 eller SL § 4, litra e, aktualiseres bl.a. i relation til beskatning af likvidationsprovenu (Pedersen et al., 2015, p. 428). LL § 16 A hjemler således udbyttebeskatning af det fulde likvidationsprovenu, medmindre provenuet udbetales i samme kalenderår, som likvidation gennemføres. Er udlodning af likvidationsprovenu ikke omfattet af § 16 A, må den skatteretlige vurdering heraf bedømmes efter SL § 4, litra e, og SL § 5, litra a. Den beskudne praksis statuerer, at likvidationsudlodninger, der ikke er omfattet af LL § 16 A skal beskattes efter SL § 4, jf. PSL § 3, stk. 1, når indkomstmodtager ikke besad en omsættelig ejerandel og ikke havde krav på andel af den nu opløste juridiske persons formue, jf. SKM 2004.259 H/TfS 2004.482.H.

I følgende afsnit vil et uddrag af de væsentligste udlodninger blive belyst.

2.3.1 Typer af udlodninger omfattet af udbyttebegrebet

2.3.1.1 Likvidationsprovenu

Ved udlodning af det likvidationsprovenu, der opstår ifm. et selskabs endelig opløsning i samme kalenderår, vil blive beskattet efter reglerne af gevinst og tab ved afståelse af aktier, jf. bestemmelsen i LL § 16 A, stk. 3, nr. 1. Dette gør sig dog ikke gældende for udenlandske investorer, der

anses i følgende situationer, 1) hvor udlodning af likvidationsprovenuets omfattes af SEL § 2, stk. 1, litra c samt det modtagende selskab har en ejerandel på mindst 10 % af aktiekapitalen i det opløste selskab, jf. LL § 16 A, stk. 3, nr. 1, litra a; 2) hvor det modtagende selskab af udlodningen af likvidationsprovenuets ejer mindre end 10 % af aktiekapitalen, er skattepligtigt af udbytter, jf. SEL § 2, stk. 1, litra c samt har bestemmende indflydelse i det opløste selskab, jf. LL § 2, jf. LL § 16 A, stk. 3, nr. 1, litra b. Disse bestemmelser foreskriver dermed udbyttebeskatning på likvidationsprovenu til udenlandske investorer, der enten ikke er hjemmehørende i en EU- eller EØS-stat eller i en EU/EØS-stat, hvor udbyttebeskatningen ikke nedsættes efter moderdatter/selskabsdirektivet eller efter en dobbeltbeskatningsoverenskomst indgået med Danmark, hvis ejerandelen i det udloddende selskab var 10 % (Banner-Voigt, 2016, p. 7; Pedersen et al., 2015, p. 441).

De danske skattemyndigheder kan give dispensation fra udbyttebeskatningen af likvidationsprovenuets. Muligheden for dispensation hjemles i LL § 16 A, stk. 3, nr. 2, litra a fra udbyttebeskatningen, hvor likvidationsudlodninger er foretaget forud for det kalenderår, hvor den endelige opløsning aktualiseres. Det er en betingelse for at den udenlandske investor kan blive omfattet af den tildelte dispensation, at der eksisterer en dobbeltbeskatningsoverenskomst eller udveksling af oplysninger mellem skattemyndighederne i de pågældende lande (Pedersen et al., 2015, p. 441).

Likvidationsprovenu vil ikke blive behandlet nærmere i afhandlingen.

2.3.1.2 Kapitalnedsættelse/-nedskrivning

En udlodning som følge af en nedsættelse eller nedskrivning af aktiekapital, som ikke er likvidation, er omfattet af udbyttebeskatning, jf. LL § 16 A, stk. 2. Der er dog en undtagelse, hvor der kan tildeles dispensation fra udbyttebeskatning, således, at kapitalnedskrivningen behandles efter reglerne i Aktieavancebeskatningsloven, jf. LL § 16, stk. 3, nr. 2, litra b. Nedskrivningen behandles herefter som afståelse af aktier. Afståelsen anses for udført ved tidspunktet for generalforsamlingens beslutning om kapitalnedsættelsen jf. Juridisk vejledning C.B.2.10.2.

En betingelse for dispensation er, at nedsættelsen af kapitalen gør sig gældende hos alle selskabsdeltagere forholdsmæssigt efter størrelsen af deres ejerandel, således kapitalnedsættelsen ikke udvander beholdningen på bekostning af fx minoritetsaktionærer (Pedersen et al., 2015, p. 443). Endvidere er det en betingelse for kapitalnedsættelsen, at denne er begrundet i

erhvervsmæssige forhold, nærmere angivet et mindre kapitalbehov som følge af ændringer i virksomhedsaktivitet (Banner-Voigt, 2016, p. 8). Selskabet har ikke pligt til at indeholde kilde-skat på udbytte, hvis dispensation kan dokumenteres for skattemyndighederne (Pedersen et al., 2015, p. 442).

Selvom der ikke sker udlodning efter en kapitalnedsættelse, kan denne situation også omfattes som "udbytte" efter LL § 16 A. Dette ses i retspraksis, nærmere SKM 2003.486 H smh. TfS 2003.890 H, hvor rekonstruktion af familieejet selskab blev anset som afståelse (Pedersen et al., 2015, p. 442).

Kapitalnedsættelse /-nedskrivning vil ikke blive behandlet videre i denne afhandling.

2.3.1.3 Salg til udstedende selskab

Udgangspunktet i de situationer, hvor der afstås aktier til selskabet, der har udstedt selvsamme værdipapirer, vil hele afståelsessummen bliver beskattet efter bestemmelsen i LL § 16 B, stk. 1, dvs. som udbytte. Der vil efter bestemmelsen således ikke være fradrag på anskaffelsessummen. For at bestemmelsen i LL § 16 B, stk. 1 finder anvendelse, skal der være tale om, at det udstedende selskab af værdipapirerne eller dets moderselskab er den formelle erhverver af værdipapirerne. Der omfattes ikke overgivelse af aktier i kommission mv., jf. LL § 16 B, stk. 1, 2.pkt.

Der kan anmodes om tildeling af dispensation, som angivet ved kapitalnedsættelsen ovenfor, således afståelsen af aktier til det udstedende selskab ikke behandles som udlodning, men derimod beskattes efter reglerne ved Aktieavancebeskatningsloven, jf. LL § 16 B, stk. 2, nr. 6.

Dispensationen vil kunne blive tildelt, hvis afståelsen er båret af andre motiver end dem, som søges imødegået ved hovedreglen, jf. Juridisk vejledning C.B 2.10.3. Tildeling af dispensation gælder også i situationer, hvor aktierne, i overensstemmelse med selskabets vedtægter, kun kan sælges til det udstedende selskab. Tilsvarende hvis aktierne tilfældigt bliver solgt til det udstedende selskab (Pedersen et al., 2015, p. 444). En betingelse for at opnå dispensationen fra skattemyndighederne for vores udenlandske investor er dog, at Danmark udveksler skatteoplysninger med landet, investoren har skattemæssig tilknytning til, jf. Juridisk vejledning C.B. 2.10.3.

Hensigten med hovedbestemmelsen er, at forhindre selskabsdeltagere i at maskere udbytteudlodning som gevinst ved afståelse af aktier til det udstedende selskab forholdsmæssigt ejerandelen i selskabet (H. K. Nielsen, 2012, para. 3.1.2.1).

Bestemmelsen om salg af aktier til det udstedende selskabs af værdipapirerne skal anses som udlodning, der omfattes af udbyttebeskatning kan statuere en værnsregel, da denne skal sikre, at investoren ikke får incitament til at afstå aktier i stedet for udlodning, da de hermed vil opnå et indirekte fradrag for anskaffelsessummen (Banner-Voigt, 2016, p. 9; Pedersen et al., 2015, p. 443).

Bestemmelsen i hovedreglen LL § 16 B, stk. 1 fraviges af flere undtagelser i LL § 16 B. Efter LL § 16 B, stk. 2, nr. 1 anvendes de almindelige regler efter Aktieavancebeskatningsloven ved aflønningsordninger mv. Tilsvarende gælder det for situationer, hvor salg til et selskab i likvidation, når tilbagesalget sker i samme kalenderår, hvor selskabet opløses endeligt, jf. LL § 16 B, stk. 2, nr. 2.

Bestemmelserne i LL § 16 B stk. 2, litra a-b indeholder desuden undtagelser til undtagelsen for bestemte udenlandske investorer, der afstår aktier til det udstedende selskaber, der er under likvidation. Salget af aktierne vil herefter blive omfattet udbyttebeskatning (Banner-Voigt, 2016, p. 8; Pedersen et al., 2015, p. 444). Dette skyldes den begrænsede skattepligt, jf. SEL § 2, stk. 1, litra c. også selvom disse skulle anses for at være datterselskabsaktier, jf. ABL § 4 A eller koncernselskabsaktier, jf. ABL § 4 B.

Udlodning af udbytte i forbindelse med salg af værdipapirer til udstedende selskab vil ikke blive behandlet videre i denne afhandling.

2.3.2 OECD's modeloverenskomsts definition af udbytte

I forlængelse af samspillet mellem medlemsstaterne og den ønskede vækst, har man forsøgt, ved at udforme OECD's Modeloverenskomst, at danne et fælles fortolkningsgrundlag af juridisk international beskatning. I denne fortolkningsensartning har man i OECD's modeloverenskomst art. 10, stk. 3 forsøgt at definere begrebet "udbytte". Her forstås der af ordlyden således, at udbytte omfatter indkomst af aktier, udbyttebeviser eller udbytterettigheder, mineaktier, stifterandele eller – bortset fra gældsfordringer – andre rettigheder til andel i fortjeneste, såvel som indkomst fra andre selskabsrettigheder, der underkastes samme beskatning som indkomst fra aktier.

Ud fra denne ordlyd, kan udbyttebegrebet efter OECD anskues som ikke nært så omfattende som i den danske skatteretlige forståelse, der siger ” *Alt, hvad der af selskabet udloddes til aktuelle aktionærer eller andelshavere*”, jf. LL § 16 A, stk. 2, nr. 1. Udbytte i OECD’s forstand vedrører hovedsageligt udbetalinger fra selskaber, der er omfattet af art. 3, stk. 1, litra b. Hermed tilknyttes udlodninger af overskud, hvilket eksisterende aktionærer i selskabet har berettigelse til at få andel i. Med aktier ligestiller OECD’s definition ligeledes alle værdipapirer udstedt af selskaber med ret til andel i selskabernes fortjeneste uden at være gældsfordringer. Gældsfordringer, der giver andel i overskuddet, falder udenfor definitionen, jf. pkt. 24. i kommentaren til art. 10, da renter af udbyttegivende gældsbreve ikke skal anses for udbytte, jf. pkt. 19 i kommentaren til art. 11.

Artikel 10s definition af udbytte omfatter ligeledes renter af lån, hvor långiver aktivt har del i risikoen, selskabet eksponeres for – der forstås hermed en forrentning af lån, der afhænger af resultatet af selskabets drift, jf. pkt. 25 i kommentaren til art. 10. Eksempler på aktiv risikodeltagelse kan bl.a. opstå i situationer, hvor lånet er så væsentligt større end andre tilskud til selskabets egenkapital og klart står i misforhold til realisable aktiver; kreditor har andel i selskabets overskud; tilbagebetalingen af lånet tager forbehold til andre fordringer og udbyttebetalinger; størrelsen af renten afhænger af overskuddet og kontrakten for lånet indeholder ingen faste forfaldsdato, jf. pkt. 25 i kommentaren til art. 10. Den opregnede liste for eksempler i pkt. 25 i kommentaren til art. 10 er ikke udtømmende.

Udlodningen af overskud fra interessentselskaber omfattes ikke i definitionens forstand. Dog omfattes udlodningen fra interessentselskaberne, hvis i den stat hvor deres effektive ledelse har sæde, reguleres af en skattemæssig behandling, der sammenligneligt svarer til den som aktieselskaber reguleres af. Dog kan det være nødvendigt at tydeliggøre, ifm. bilaterale overenskomster, hvor et medlemsstat skattelovgivning giver aktionæren ret til at vælge at blive beskattet som interessent i et interessentskab eller omvendt, jf. pkt. 27 i kommentaren til art. 10.

Betalinger, der betragtes som udbytte, kan ikke blot indeholde betalinger af overskud, besluttet på selskabets generalforsamlinger, men også andre indtægter i penges værdi såsom friaktier, tantieme, fortjeneste fra likvidation, jf. pkt. 28 i kommentarerne til art. 10, stk. 3. Desuden omfattes der af udbyttedefinitionen i OECD art. 10, stk. 3 indløsning af aktionærens aktier ifm. en

likvidation. Her kan forskellen mellem fortjenesten hos aktionæren og aktiernes pariværdi i den stat, hvori selskabet er hjemmehørende, behandles som udlodning af akkumuleret fortjeneste og ikke som en formuegevinst, jf. pkt. 31 i kommentaren til art. 13. Dette er i forlængelse af intern lovregulering betragter differencen som indkomst fra aktier. Maskeret udlodning af fortjeneste er ligeledes omfattet af OECD's definition af udbytte.

Sammenlignet med det danske skatteretlige udbyttebegreb, der må anses for at være bredt, jf. lov af LBK nr. 1162 af 01/09/2016 (LL) § 16 A, stk. 2, nr. 1 ordlyd: "*Alt, hvad der af selskabet udloddes til aktuelle aktionærer eller andelshavere...*", så er OECD's definition af udbytte mindre omfangsrigt. Denne asymmetri af udbyttebegrebet kan potentielt medvirke til en restriktiv foranstaltning, der ikke er forenelig med principper i EU-retten.

2.3.3 Dansk udbyttebegrebs forenelighed med EU-retten

Den sidste del i OECDs modeloverenskomsts artikel 10, stk. 3 angiver, at skattelovgivningen i den stat, i hvilken det udloddende selskab er hjemmehørende, afgør, hvorvidt udlodning er sket efter formålene af overenskomster eller traktater. Ud fra ordlyden kan det tolkes, at national lovgivning dækker hele bestemmelsen. Dog vil denne fortolkning medføre at definition i modeloverenskomsten er meningsløs, da den nationale lovgivning bestemmer, hvornår en udlodning er i overensstemmelse med en overenskomst og/eller traktat. Dermed vil der unægtelig opstå kvalifikationsproblemer. Det vurderes derfor at definitionen af *udbytte* burde foretages efter en autonom fortolkning, hvilket støttes af Schuch & Pinetz (Schuch & Pinetz, 2014, p. 6). Det afgørende i art. 10, stk. 3 må antages at være "selskabsret", eftersom forpligtelsen til udbytte kommer i led af ejerrettigheder. Som følge af asymmetrien, der hersker i reguleringen af alene den sidste del af art. 10, stk. 3, på tværs af medlemsstaterne, er det derfor ikke muligt for OECD at udforme en overordnet bestemmelse som tilstrækkeligt vil kunne rumme disse forskelle. Der lægges hermed op til en autonom fortolkning (Schuch & Pinetz, 2014, p. 7).

Udtrykket "ret" (fra ejerandel) i forbindelse med en aktionær må fortolkes anderledes end en fordring, idet en "ret" ikke bliver mindre efter modtagelse af overskud, og man som indehaver deltager aktivt i selskabets *risiko* gennem sin ejerandel. Netop dette led i bestemmelsen medvirker til, at "*indkomst fra andre selskabsrettigheder*" falder ind under den autonome fortolkning

af udbytte i artiklens stk. 1 og 2, eftersom de udspringer fra retten af ejerandele (Schuch & Pinetz, 2014, p. 8).

Ved denne brede definition af det danske udbyttebegreb og dermed asymmetri for den skattemæssige forståelse af udbyttebegrebet i fællesskabet, kan der være potentiel risiko for uforenelighed mellem de danske værneregler og EU. Værnereglerne, der fra lovforarbejders side er sat i værk til hinder for skatteundgåelse, kan virke restriktive ift. det indre marked og dermed være diskriminerende og negativt for det europæiske samarbejde, da der sker forskellig skattemæssig behandling af økonomiske udlodninger fra det udstedende selskab ift. den autonome fortolkning, der er formålet med Modeloverenskomstens artikel 10, stk. 3.

Formålet med OECD's modeloverenskomst er at ensarte fortolkningen til løsningsmuligheder ved beskatningsproblemstillinger. Ved at lave bredere definitioner af en forsøgt autonom begrebsdefinition, kan der opstå asymmetri med den EU-retlige forståelse og den nationale interne forståelse. Hermed kan der som påligning af sammenlignelige skatter mellem medlemsstaterne på samme grundlag ske skadelig virkning på udvekslingen af varer og tjenesteydelser og på kapitalens bevægelighed, hvor alle restriktioner for kapitalbevægelser mellem medlemsstaterne indbyrdes og mellem medlemsstater og tredjelande er forbudt.

En ugunstig behandling af udloddet udbytte til "personer" hjemmehørende i en anden medlemsstat end kildelandet ift. et selskab etableret i kildelandet kan hermed medvirke til, at selskaber etableret i anden medlemsstat fravælger at foretage investeringer i det potentielle kildeland. Denne foranstaltning udgør en restriktion i kapitalens fri bevægelighed og dermed strider med TEUF art. 63, jf. C-379/05, p.28. Uanset om der sker forskelsbehandling, medfører dette ikke nødvendigvis EU-stridighed. Det kan, i visse situationer, begrundes i tvingende almene hensyn, at restriktioner ikke er stridige med principperne i EU-retten, jf. de af retspraksis udledte hensyn (Schmidt et al., 2015, p. 230).

I den situation, hvor en intern national lov udgør en hindring af fri bevægelighed, men kan retfærdiggøres efter et af de tvingende almene hensyn, medfører dog ikke nødvendigvis EU-konformitet. Foranstaltningen skal gennemgå proportionalitetsprincippet, hvor reglens egnethed til at opfylde de påberåbte hensyn vil blive gennemgået samt en vurdering af, hvorvidt reglen går ud over det nødvendige for at kunne opfylde disse hensyn ud fra en konkret vurdering. Det

vil sige, at den interne nationale ret faktisk kan opfylde det retfærdiggørende hensyn samt reglen ikke rammer flere situationer end højst nødvendigt (Schmidt et al., 2015, p. 233).

Selvom kompetencen til at beskatte henføres til medlemsstaten, så skal det ske i overensstemmelse med EU-retten. Med andre ord så skal nationale interne skatteregler altså være konforme til EU-retten og må dermed ikke opstille foranstaltninger, der kan være til hinder for den frie bevægelighed i det indre marked, jf. de fundamentale principper om fri bevægelighed i TEUF traktaten, jf. C-35/98, p. 43. Asymmetrien af definitionen af udbyttebegrebet kan derfor medføre til foranstaltninger, der er mere restriktive end OECDs formål. Dog må det antages, eftersom der findes lovhjemmel til håndhævelse af udbytte efter dansk forstand, jf. LL § 16 A, stk. 2, nr. 1, at der ikke foreligger en begrænsning som følge af OECDs artikel 10, stk. 3. Danmark overholder dermed legalitetsprincippet, jf. Grundlovens § 43, der siger, at håndhævelse kun kan ske efter hjemmel.

Det indkomstgenererende kildeland ønsker naturligvis en vis andel i denne økonomisk fortjeneste. Kildelandet værner sig imod, at indtægten blot føres ud af landet uden beskatning gennem værnsregler, der bidrager til en vis portion forbliver i landet til gavn for yderligere vækst i kildegrundlaget. Hvis den nationale værnsforanstaltning anses for at være egnet til formålet og ikke går ud over det nødvendige for at opfylde formålet, foreligger der forenelighed med EU-retten. Hvis det er den omvendte situation, foreligger der uforenelighed med principper om fri bevægelighed i TEUF.

Det er derfor vores vurdering, at det danske udbyttebegreb bør påtage sig en autonom fortolkning, således der ikke foreligger en potentiel forvrængning af det indre marked ved den herskende vidtrækkende danske definition, hvor fortolkningsproblemer kan opstå som følge af disse komplekse regelsæt, hvilket potentielt kan medvirke til at udenlandske investorer opgiver deres investeringer i det danske marked. En ændring af de danske værnsregler, der omhandler udbytteudlodning, hvori forståelsen af udbyttebegrebet er betydende, kunne medføre til øget symmetri og transparens af skattereglerne. Dette vil potentielt kunne bidrage positivt til det indre markeds funktionalitet samt øge udenlandske investeringer i Danmark.

2.3.4 Delkonklusion

Ud fra ovenstående diskussion kan det ikke endegyldigt konkluderes, at det brede udbyttebegreb i den danske lovgivning ikke er foreneligt med EU-retten. Der hersker væsentlig asymmetri på tværs af medlemsstaterne i det indre marked, men alene begrebet kan der ikke direkte konkluderes på, hvorvidt det er EU-stridigt. Det omfattende begreb kan dog medvirke til at fortolkning af værneregler opnår en utilsigtet restriktiv karakter ift. den fælles begrebsdefinition, der med formålet i OECD ønskes at strømline beskatningen i medlemsstaterne.

Ved at lave begrebet mere vidtrækkende end den fælles definition i OECD's modeloverenskomst og dermed den autonome fortolkning, der ønskes i fællesskabet, vil der potentielt kunne ske en forvrængning af det indre markeds funktionalitet. Dette har dog ikke været muligt at belyse direkte i denne afhandling.

Det må være op til en konkret vurdering ved fortolkning af anvendelsesområdet for de danske værneregler som helhed, hvorvidt der rent faktisk foreligger strid med EU-retten. Vi ser dog ingen begrænsning af udbyttebegrebet som følge af OECD ifm. håndhævelse i dansk lovgivning. Dansk udbyttedefinition har lovhjemmel i LL § 16 A, stk. 2, nr. 1 og er dermed i overensstemmelse med legalitetsprincippet, jf. Grundlovens § 43.

2.4 Begrænset skattepligt – dansk skatteret

Dette afsnit har til formål at danne overblik over, hvordan strukturering af en koncern kan være mest hensigtsmæssig for investorer, der er hjemmehørende i tredjeland, og hvordan den skattemæssige behandling differentierer med og uden et holdingselskab etableret i en medlemsstat i overensstemmelse med forskrifterne efter OECD samt EU-traktaterne.

I nyere tid har EU-domstolen fremlagt afgørelser, der ligger en begrænsning på kildelandenes mulighed for at lave brede/restriktive foranstaltninger, der muliggør kildelandets mulighed for at beskatte denne udlodning af overskuddet. I forbindelse heraf, den øgede retspraksis ifm. etableringsretten, navnlig seneste grundlæggende afgørelse C-6/16 Egiom SAS.

Der hersker i praksis asymmetri på tværs af medlemsstaternes beskatningsniveauer, hvilket medfører, at selskaber gunstigt planlægger i forbindelse med deres selskabsstruktur. Investorerne kan på denne måde anvende EU-rettens regler, og den omtalte asymmetri i det indre marked, til at danne en selskabsstruktur, der muliggør bevægelsen af kapital til et mere fordelagtigt beskatningsniveau (Remeur, 2015, p. 14). Beskatningsbasen, i dansk skatteretligt regi, danner

bund i legalitetsprincippet, samt den gyldne regel, jf. SL § 50. Den gyldne regel fastslår, at beskatningsretten skal hjemles i intern national lovgivning og dobbeltbeskatningsoverenskomster blot kan lempe beskatningen, men aldrig udgøre en autonom lovhjemmel. Legalitetsprincippet findes i Grundlovens § 43, der kræver, at beskatningen skal kunne hjemles ved lov (Rønfeldt, 2013, p. 11).

Eftersom det påkræves, at der foreligger national lovhjemmel for at kunne beskatte juridiske personer og først herefter vurdere muligheden for fravigelse el. lempelsen gennem EU-skatte retten samt dobbeltbeskatningsoverenskomster, er det vigtigt at få styr på de danske regler vedrørende subjektiv og objektiv (begrænset) skattepligt. Skattepligt på juridiske personer efter danske skatteretlige regler, påhviler, når der drives selvstændig erhvervsvirksomhed med formål at opnå økonomisk overskud. Bedømmelsen heraf må foretages på konkret grundlag ift. de faktiske forhold, om hvorvidt de er fuldt/begrænset skattepligtig til Danmark, jf. SEL § 1, stk. 1. Juridiske personer, der har retseve, er fuldt skattepligtige til Danmark, såfremt der består skatteretligt domicil her i landet, jf. registreringsprincippet efter selskabslovens kap. 2, jf. SEL § 1, stk. 1, nr. 1.

Selskabets egen angivelse af hjemsted i vedtægter el.lign. er derfor ikke i sig selv bestemmende. Det afgørende er, om ledelsens faktiske og daglige ledelse foregår i Danmark. Foreligger der en direktion i Danmark evt. i form af en eller flere direktører, som varetager selskabets løbende virksomhed, vil dette ofte udløse fuld skattepligt i Danmark, jf. UfR 1998.1534 H. Dette gælder selvom den danske direktion er undergivet en udenlandsk bestyrelse, og uanset om direktionen er undergivet et generelt tilsyn og kontrol af et moderselskabs direktion, når blot den danske direktion selvstændigt varetager selskabets løbende beslutninger. Er det danske selskab passivt eller evt. et holdingselskab med det eneste formål at eje aktier i datterselskaber, gælder i princippet det samme (Pedersen et al., 2015, p. 250). Det er herefter afgørende, hvor der træffes beslutninger om selskabets løbende drift, jf. SKM 2012.591 SR.

Kravet om national tilknytning kan have påvirkning af beskatningsbasen. Såfremt selskabet ikke er hjemmehørende i Danmark, da selskabet ikke har domicil her i landet, vil selskabet dog stadig være undergivet begrænset skattepligt af indkomst generet af kildelandet, navnlig Dan-

mark, som følge af territorialprincippet fundet i SEL § 2, stk. 1s opregnede punkter. For de pågældende investorer, som investerer i danske selskaber, der kræver udbytte fra deres investeringer, vil blive omfattet af denne lovhjemmel.

For udgående udbytter, foreskriver SEL § 2, stk. 1, litra c, at udbytte fra aktier som udgangspunkt er pålagt begrænset skattepligt. Som udbytte anses enhver økonomisk fordel, der modtages i kraft af modtagerens aktiebesiddelse, jf. afsnit 2.3, herunder maskeret udlodning, jf. LL § 16 A, stk. 1 og 2. Sidestillet er bidrag til koncernforbundne selskaber omfattet af SEL § 31 D, hvis tilskudsmodtageren såfremt dette var moderselskab til tilskudsyderen, vil være skattepligtig af udbytte efter denne bestemmelse. Ligeledes omfattes afståelsessummer ved salg til udstedende selskab efter LL § 16 B, stk. 1. Dette vil ikke blive omhandlet videre i det juridiske kapitel.

Den begrænsede skattepligt omfatter alene aktieudbytte, men ikke aktieavancer ved udenlandske juridiske personers afståelse af aktier mv. i danske selskaber. Sådanne aktier kan herefter afstås skattefrit med undtagelse af aktier, der indgår i en virksomhed med fast driftssted, jf. SEL § 2, stk. 1, litra a. Udlodning af likvidationsprovenu i det kalenderår, hvor likvidationen afsluttes, sidestilles med afståelse. Dette gælder dog ikke for udgående likvidationsudbytter til udenlandske juridiske personer, idet sådanne udlodninger fortsat anses for udbytter, jf. LL § 16 A, stk. 3, nr. 1a og b. Denne værnsregel sikrer mod, at udbytter søges omkvalificeret til i øvrigt skattefrit likvidationsprovenu. Det bemærkes, at aktieavance ikke er omfattet af begrænset skattepligt. Værnsreglen hindrer hermed, at et skattepligtigt udbytte ikke i stedes udloddes i forbindelse med likvidation (Pedersen et al., 2015, p. 259).

Udgangspunktet om begrænset skattepligt på udgående udbytter fra danske selskaber mv. fraviges i betydelig grad, for visse udgående udbytter til udenlandske juridiske personer, der som aktionærer ejer aktier i danske selskaber, når aktionæren er hjemmehørende EU eller i en stat, som Danmark har indgået dobbeltbeskatningsoverenskomst med. Det er samtidig en betingelse, at aktiebesiddelsen opfylder visse krav svarende til skattefriheden for danske selskabers modtagelse af udbytter fra datterselskaber og koncernselskaber efter SEL § 13, stk. 1, nr. 2. Er disse betingelser opfyldt, foreligger skattefrie udgående datterselskabsudbytter. Herved er skat

en skattemæssig ligestilling mellem indgående datterselskabsudbytter, dvs. udbytter fra danske selskabers modtagelse af udbytter fra danske eller visse nærmere angivne udenlandske datterselskaber, jf. SEL § 13, stk.1, nr. 2. Formålet med sidstnævnt bestemmelse er at hindre tredobbelt beskatning af indkomsten, der er optjent og beskattet i datterselskabet med selskabsskat og som via udlodning til moderselskabet optjenes og beskattes hos dette selskabs ultimative personaktionærer med udbytteskat, jf. PSL § 4 A, jf. PSL § 8 A.

Det er betinget for opnåelse af skattefritagelsen på udlodning kvalificeret som datterselskabsudbytter, at moderselskabet ejer en vis andel af det udloddende selskab, da der ikke omfattes skattefrihed på en ejerandel mindre end 10 %. Reglerne om skattefrie nationale og indgående datterselskabsudbytter (dvs. danske selskabers udbytte på danske aktier og danske selskabers udbytte på udenlandske aktier) i SEL § 2, stk. 1, litra c, forudsætter derfor, at der er tale om enten datterselskabsaktier omfattet af ABL § 4 A, dvs. at moderselskabet ejer mindst 10 % af aktiekapitalen eller at der er tale om koncernselskabsaktier, som omfattet af ABL § 4 B, dvs. moderselskabet har en juridisk (de jure) eller faktisk (de facto) bestemmende indflydelse i datterselskabet gennem besiddelse af aktier, stemmerettigheder, ledelse mv. Tilsvarende gælder selskaber, der er optaget på listen over selskaber nævnt i EU direktiv 2011/96 art. 3, litra b, dvs. moderselskaber (aktieselskaber og lignende kapitalselskaber) eller selskaber, der anses for at være transparente enheder efter intern national skattelovning, nærmere angivet SEL § 2 A, stk. 1.

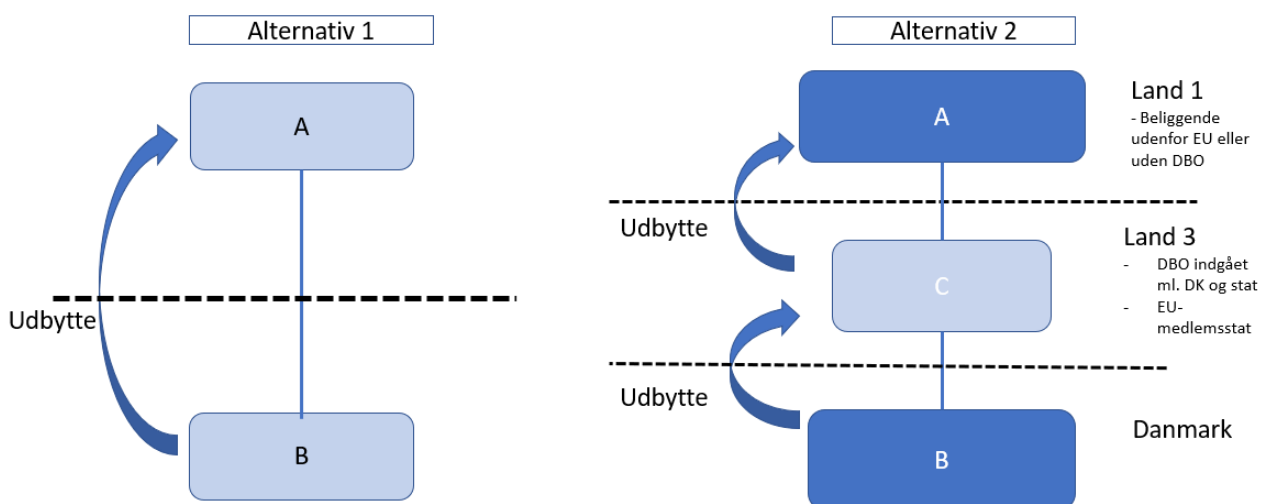
2.4.1 Gennemstrømningsstruktur

Som belyst i afsnittet ovenfor, kan undtagelsen af skattepligten på udgående udbytter fra de ovenfor omtalte selskaber lede til planlægning af selskabsstrukturen for at opnå en skattemæssig fordel i form af skattefrihed på udbytte.

For at illustrere en situation, hvorved forskellige behandlinger følger af planlægningen af en hensigtsmæssig selskabsstruktur med et mellemled (mellemholding), henvises der til *figur 2*. Antagelsen i "Alternativ 1" er således, at selskabsstrukturen har udenlandsk moderselskab hjemmehørende i en ikke-EU-medlemsstat. Der er ej heller indgået en dobbeltbeskatningsover-

enskomst med den pågældende stat. Antagelsen omfatter endvidere, at selskab A besidder datterselskabsaktier, dvs. selskabet ejer mindst 10 % af aktiekapitalen/stemmerettighederne i selskab B. Under "Alternativ 1" vil Danmarks ret til at beskatte således ikke være begrænset/afskåret, da der ikke er indgået nogen dobbeltbeskatningsoverenskomst, og udbyttet fra selskab B til selskab A ligger ligeledes uden for anvendelsesområdet af direktiv 2011/96/EU (moder-/datterselskabsdirektivet). Der foreligger således en situation, hvor udbyttet fra Selskab B er skattepligtigt til to lande efter interne regler i de pågældende lande, dvs. økonomisk dobbeltbeskatning (Schmidt et al., 2015, p. 21). I forhold til udbyttet fra Danmark, vil denne indkomst først blive beskattet med selskabsskattesatsen, jf. SEL § 17, stk. 1. Dernæst vil udbyttet så kildebeskattes eftersom der ikke foreligger nogen lempelse eller frafald som følge indgåede dobbeltbeskatningsoverenskomst eller lignende fordele fundet i moder-/datterselskabsdirektivet.

Figur 2: To alternativer af udlodningssituation



Lad os nu antage som angivet i "Alternativ 2", at der som led i koncernstrukturen indskydes et holdingselskab, her Selskab C, som mellemholding mellem Selskab A og B. Selskab C etableres i en EU-medlemsstat eller et land, hvor Danmark har indgået dobbeltbeskatningsoverenskomst, som har favorable udlokningsregler. Hvis disse forudbestemte antagelser gøres gældende, så forandres den skattemæssige behandling af udbyttet, mens selskabsskatten forbliver uundgåeligt de samme 22 %, jf. SEL § 17, stk. 1. Såfremt Selskab C ligger i et land (Land 3) som Danmark har indgået dobbeltbeskatningsoverenskomst med, vil udbyttet ikke kildebeskattes, såfremt

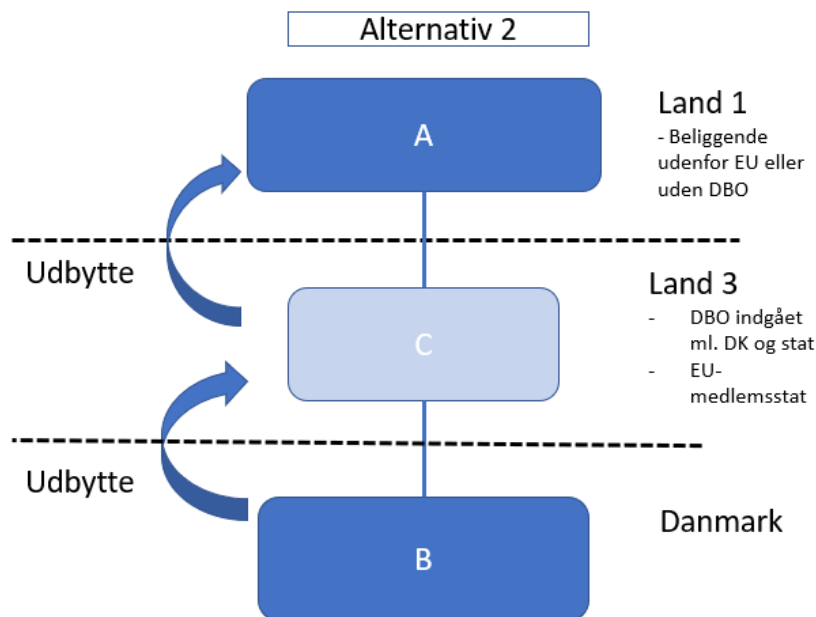
der i overensstemmelse med indholdet af overenskomsten skal ske lempelse eller helt frafald af beskatningsretten hos kildelandet (Danmark). Såfremt "Land 3" er en EU-medlemsstat, så omfattes udlodningen af udbyttet fra Selskab B til Selskab C af moder-/datterselskabsdirektivets art. 5, hvis ordlyd direkte angiver "*Det overskud, som et datterselskab udlodder til sit moderselskab, fritages for kildeskat*". Der sker således ingen kildebeskatning af udbyttet herefter.

For at kunne opnå skattefriheden, er det således en betingelse, at de udbyttemodtagende udenlandske selskaber mv. er omfattet af direktiv 2011/96/EU (moder-/datterselskaber) dvs. at selskaberne, der kvalificeres som ejer af udloddende datter- eller koncernselskabsaktier, som defineret i hhv. aktieavancebeskatningslovens § 4 A, stk. 1 og 4 B, stk. 1, er hjemmehørende i en EU-stat. Såfremt selskabet anses for hjemmehørende i en medlemsstat fastsættes det på EU-niveau, at skattefriheden, der gælder på indgående udbytter, gælder såvel for udgående. Denne skattefrihed er en væsentlig del af EU's indre marked og bidrager herved til at de erhvervsmæssige og driftsøkonomiske fordele, der består for koncerndrift inden for EU, ikke vanskeliggøres af tredobbelt beskatning. Ligeledes består skattefriheden for de angivne datterselskabsudbytter for udgående udbytter til selskaber mv. hjemmehørende i en stat, som Danmark har indgået DBO med (Pedersen et al., 2015, Chapter 4.2)

Normalt vil beskatningsretten ifalde domicilstaten. Herved sikres, at det diskriminationsforbud, der typisk findes i DBO, jf. modeloverenskomstens art 24, forpligter overenskomsternes aftalestater til ikke at stille aftalestatens skatteydere ringere end egne skatteydere.

Udbytteudlodninger til selskaber mv., der ikke opfylder kravet om, at aktieposten udgør datterselskabsaktier, jf. ABL § 4 A eller koncernselskabsaktier, jf. ABL § 4 B, er således begrænset skattepligtige også selvom det modtagende selskab mv. er hjemmehørende i en EU-stat eller en stat, som Danmark har indgået DBO med. Herved består overensstemmelse med reglerne for beskatning af indgående aktieudbytte i SEL § 13, stk. 1, nr. 2.

Figur 3: Udlodningssituation alternativ 2



Som angivet i "Alternativ 2", se figur 3, vil virkningen af den bestemte koncernstruktur kunne udløse en undgåelse af dansk kildebeskatning ved at oprette denne gennemstrømningsstruktur, hvor kapital føres fra driftsselskabet B gennem Selskab C skattefrit og videreudloddet til Selskab A ved at udnytte fordelene ved moder-/datterselskabsdirektivet eller de dertil relevante DBO'er. Det er dog afgørende i vurderingen om koncernen kan drage fordel af disse regler, at Selskab C anses for retmæssig ejer.

SEL § 2, stk. 1, litra a indeholder ingen generel stillingtagen til problemet om retmæssig ejer, men indeholder i 2. sidste pkt. en angivelse af, at der uanset de nævnte skattefrihedsgrunde pålægges begrænset skattepligt, når det udbytteudloddende danske selskab selv er et mellemholdingselskab, og udbytteudlodningen blot er en videreudlodning af et udbytte, som er modtaget fra det danske selskabsdatterselskab og det danske selskab ikke er retmæssige ejere af det modtagne og videreudloddede udbytte. Dette gælder dog ikke, såfremt modtageren er hjemmehørende i EU. Der findes dog ingen decideret definition af retmæssig-ejer begrebet, da skattemyndighederne anvender begrebet fra kommentarerne pkt. 11 og 12 i OECDs art. 10, jf. Juridisk vejledning C.F8.2.2.10.1.3.

Det fremgår dog af modeloverenskomstens art 10, stk. 2, at den begrænsede skattepligt på udbytter forudsætter, at indkomstmodtageren er "*beneficial owner*" af udbyttet, og at der som sådan er en driftsøkonomisk substans og begrundelse for mellemudlodning frem for, at denne blot er en tom og overvejende skattemotiveret disposition. Afgørende for denne vurdering er, om det etablerede mellemholdingselskab har et konkret erhvervsmæssigt formål og et ydre udtryk i form af forretningssted, ansatte mv. frem for at være en tom og skattebetinget transaktion. Det er samtidig en forudsætning for at underkende mellemudlodningen, at udbyttet umiddelbart efter videreudloddet til moderselskabet.

2.4.2 Delkonklusion

Som afrunding på dette afsnit, kan det konkluderes, at der foreligger en potentiel risiko for hindring af kapitalens fri bevægelighed, jf. TEUF art. 63. Kapitalens fri bevægelighed omfatter bl.a. direkte investeringer, investeringer i fast ejendom, investeringer i værdipapirer, arv mv. I skatteretlig henseende er kapitalens fri bevægelighed bl.a. anvendt i forhold til udbyttebeskatning af porteføljeaktionærer. I modsætning til de øvrige frihedsrettigheder gælder den fri bevægelighed for kapital også i forhold til tredjelande (en ikke-EU-medlemsstat). Denne fri bevægelighed kan potentielt blive forhindret, da Danmarks udbyttebegreb anses for vidtrækkende, jf. det brede udbyttebegreb fundet i LL § 16 A, og hermed hindres udviklingen i det indre marked, eftersom kapitalen i Danmark bliver for restriktiv.

Endvidere kan det ud fra afsnittet konkluderes, at moderselskaber hjemmehørende i udlandet som udgangspunkt vil være omfattet af begrænset skattepligt af udbytte hidrørende Danmark, jf. SEL § 2, stk. 1, litra C. Denne kildeskat beskattes efter satsen reguleret i SEL § 2, stk. 3, jf. KSL § 65.

Såfremt der er tale om datterselskabsaktier, vil udbyttet efter interne nationale regler være skattefritaget, jf. SEL § 13, hvis der i situationen skal nedsættes eller frafalder i overensstemmelse med moder-/datterselskabsdirektivet. Den danske ret til kildebeskatning undtages altså hermed efter de interne nationale regler. En koncern kan derfor med fordel i deres skatteplanlægning indskyde et mellemholding i koncernstrukturen i en EU-medlemsstat eller land med indgåede dobbeltbeskatningsoverenskomst for at opnå direktiv-/dobbeltoverenskomstmæssige fordele og hermed undlade kildebeskatning på udbytteudlodninger.

Disse skattemæssige fordele er dog betinget af, at mellemholdingselskabet anses for at være den retmæssige ejer af det modtagende udbytte, jf. kommentarerne til artikel 10, stk. 2 i OECD's modeloverenskomst (OECD's Modeloverenskomst 2014 - med kommentarer, Karnov Group.) eftersom der af dansk intern ret ikke findes et defineret begreb af retmæssig ejer.

2.5 Analyse af begrebet "retmæssig ejer" i hhv. danske lovgivning og EU's forstand

Dette afsnit skal belyse, hvordan en indkomstmodtager, der er modtager af et skattefrit udbytte efter de relevante regler, alligevel kan blive begrænset skattepligtig som følge af retmæssig ejer-vurderingen.

International dobbeltbeskatning kan generelt defineres som påligning af sammenlignelige skatter i flere stater hos samme skatteyder på samme grundlag og periode. Den potentielle skadelige virkning på udvekslingen af varer, tjenesteydelser og på kapitalens, teknologiens og personers frie bevægelighed som følge af dobbeltbeskatning kan medføre en potentiel problemstilling for den økonomiske udvikling for det europæiske samarbejde. Det har med oprettelse af OECD været et ønske om at standardisere og simplificere skattemæssige situationer for EU's skatteydere, der er erhvervmæssige aktive i andre medlemsstater via brug af fælles løsninger på ensartede tilfælde af dobbeltbeskatning (OECD Modeloverenskomst, Group, Karnov.).

Det er formålet med OECD at ensarte løsninger på de fleste generelle problemstillinger, der opstår indenfor det juridiske beskatningsområde (OECD, 2015, p. 11).

2.5.1 Den danske fortolkning af retmæssig ejer

Begrebet retmæssig ejer har i dansk skattelovgivning ikke været kendt, og derfor hersker der ingen klar definition af begrebet (Meindl-Ringler, 2016, p. 251). Den præcise definition af retmæssig ejer-begrebet har været til grund for intens diskussion både på national og international plan. Skatterådet har gennem retspraksis tidligt udviklet en tendens til at ligestille retmæssig ejer-begrebet med det nationale begreb "rette indkomstmodtager". Denne praksis er dog ændret med afgørelsen i SKM.2011.57.LSR samt Juridisk vejledning C.F.8.2.2.10.3.

Med *retmæssig ejer* forstås den "*person*", indkomsten allokeres til med skattemæssigt hensyn. Med hensyn til udbytte er den rette indkomstmodtager i civilretligt henseende ejeren af de ret-tighedstildelende aktiver. Dvs. for at kvalificeres som rette indkomstmodtager betinges det af den formelle status som aktionær (Meindl-Ringler, 2016, p. 251).

Vurderingen af status som retmæssig ejer har dermed sit danske skatteretlige udgangspunkt i hvem, der anses for reel ejer, da beskatningsgrundlaget udledes af det underliggende ak-tiv/ejerskab. Ud fra denne udledning kunne selskaber fordelagtigt udføre etableringen af et mellemliggende holdingselskab med det formål at undgå begrænset skattepligt på udbytte, hvor domstolsprøve ville kunne give medhold til konstruktionen. Kun ved situationer, hvor "*gennemstrømningsselskabets*" dvs. den direkte modtagers ret til at bruge og nyde den mod-tagne udlodning vil være begrænset af forpligtelser af karakter af videreformidling til anden person, vil den direkte modtager ikke blive anset som retmæssig ejer/rette indkomstmodtager efter en realitetsbehandling (Schmidt et al., 2015, p. 208).

Den seneste udvikling fra Skatterådet har dog været en reduktion i ligestillingen af de to begre-ber, jf. SKM.2011.57.LSR, og der lægges nu mere vægt på den konkrete vurdering af situationen samt betingelsen "*ret til at bruge og nyde udbyttet*", jf. opdateringen af OECD's modeloverens-komst, pkt. 12.4 i kommentarerne til art. 10, stk. 2. Skattemyndigheder har i den forbindelse argumenteret for, at den direkte modtager af udbytterne ikke anses for retmæssig ejer og der-med taget en selvstændighedsvurdering af retmæssig ejer og rette indkomstmodtager, jf. SKM.2011.57.LSR. Skattemyndigheder ønsker dermed, at det udloddende selskab (det danske driftsselskab) skal indeholde kildeskat på udlodningen, jf. KSL § 65, da udlodningen af udbyttet omfattes af værnsreglen i SEL § 2, stk. 1, litra c.

Begrebsfortolkningen af retmæssig ejer skal ske autonomt (Schmidt et al., 2015, p. 209), dvs. at fortolkningen ikke skal ske i udgangspunkt af national intern ret, samt begrebet ikke anvendes i snæver teknisk forstand, dvs. begrebet skal forstås i sin kontekst, i særdeleshed i relation til ordene "*betalt... til en hjemmehørende*" og i lyset af hensigten og formålet med overenskomsten, herunder at undgå dobbeltbeskatning og forhindre skatteunddragelse og omgåelse, jf. pkt. 12.1 i kommentarerne til art. 10, stk. 2 i OECD's modeloverenskomst. Begrebet retmæssig ejer ifm. OECD's modeloverenskomst må holdes adskilt fra andre sammenhæng, dvs. at indholdet ikke nødvendigvis er det samme i andre sammenhæng, hvor retmæssig ejer anvendes som i OECD's

modeloverenskomst betydning. Bevæggrunden til retmæssig ejer-begrebet indførsel var som et forsøg på tydeliggørelse forståelsen af "*paid ... to a resident*" (Meindl-Ringler, 2016, p. 36), således, at kildeskatten ikke begrænses ved udlodningen af udbyttet. Kommentarerne til art. 10, stk. 2 gør det klart, at kildelandet ikke er tvunget til at opgive sin beskatningsret på udbyttebetalinger blot fordi, at denne udbetaling blev modtaget af en direkte modtager i en medlemsstat dækket af overenskomsten.

Begrebet "beneficial owner" i EU-retlig forstand bliver indført i OECD's modeloverenskomst art. 10, stk. 2 for at begrænse kildelandets evne til at beskatte udbytte. Der er tilhørende en bestemmelse i hhv. art. 10, stk. 4, der etablerer et krav om anvendelsen af OECD's modeloverenskomst art. 7, der behandler selskabsindkomst i stedet for art. 10-12 i situationer, hvor "beneficial owner" er hjemmehørende i en medlemsstat, men driver virksomhed gennem fast driftssted i en anden medlemsstat, og den underliggende indtægt effektivt er forbundet med det faste driftssted (Meindl-Ringler, 2016, p. 13).

Da begrebet retmæssig ejer har et så bredt fortolkningsområde, er det af afgørende karakter, hvilken tilgang man tildeler begrebet – skal begrebet fortolkes efter intern national ret eller gennem autonom fortolkning. Som angivet tidligere, vil flertallet af juridiske forskere lægge vægt på den autonome fortolkning (Meindl-Ringler, 2016, p. 295). Af kommentarerne til art. 10 ekskluderes agenter og fuldmagter fra anvendelsesområdet af traktaten, så ved anvendelse af intern national ret, vil der være potentiel risiko for, at nationale domstole vil underminere dette ved opbygge en anden fortolkning af begrebet gennem retspraksis. Ved at lade fortolkningen ske på autonomt niveau sker beskatningen på medlemsstatsligt niveau med højere gennemsigthed. Dette neutraliserer endvidere den potentielle risiko ved forskellig fortolkning, der potentielt ligger i renvoi-reglen fundet i art. 3, stk. 2 i OECDs modeloverenskomst, hvor begreber i overenskomsten skal fortolkes i overensstemmelse med intern national ret (Rønfeldt, 2010, p. 44).

Netop denne forvirring omkring fortolkning af beneficial-owner begrebet har ført med sig, at der på international plan har været sket skatteplanlægning i stor stil, især blandt større selskaber og investorer (Bang Thomsen, 2018). Netop ved at lade et mellemholdingselskab etableres i sin koncernstruktur, kan koncernen nu opnå en mindre skattebyrde i form af mere favorable

beskatningssatser – se analogt Cadbury præmis 40, ingen udnyttelse af etableringsfriheden, jf. TEUF art. 49. Det ønskede formål ved reglerne i TEUF er, at alle grænseoverskridende transaktioner skal være neutrale. Dvs. at ingen transaktioner, som en "person" foretager sig interstatsligt i fællesskabet, skal opleves mere besværligt end hvis personen valgte at agere inden for sin hjemmehørende stat (Rønfeldt, 2010, p. 173). Med andre ord virkeliggørelsen af et indre marked, jf. TEUF art. 26, stk. 2. Netop dette ønske om interstatslig neutralitet har øget den skattemæssige konkurrence blandt medlemsstaterne. Formålet med international skatteplanlægning er, gennem indskydelse af et holdingselskab i en anden medlemsstat, at kunne modtage udbytte fra datterselskab til moderselskab med laveste (skattefrit) beskatning af udbyttet (Hansen & Bjørnholm, 2002, p. 69).

Etableringen af et holdingselskab i en anden medlemsstat end værtslandet skal dog anses for integration i en nations økonomi, dvs. selskabet bidrager til en anden medlemsstats økonomi end værtsstaten, jf. præmis 42 i Cadbury-Schweppes-sagen. Dette kan dog have nuancer af Delaware-effekt, hvor selskaberne søger etablering i medlemsstater, hvor der er særlig gunstige forhold for selskaber, hvilket naturligt har en tiltrækkende effekt (Rønfeldt, 2010, p. 175) - se også figur 3. Der er med andre ord udviklet en tendens, der karakteriseres som "Treaty-Shopping".

Netop oprettelsen af det indre marked og den "fordelagtige" gennemstrømning af kapital på tværs af traktatlandene medfører som sagt en mulighed for skatteplanlægning af forskellige grader, herunder det såkaldte Treaty-Shopping. Dette forstås nærmere ved konstruktionen af en multinational strukturering, hvor en *person* søger at anvende et mere favorabelt direktiv i bestemte jurisdiktioner for at mindske deres skattepligt. Dette er i sig selv ikke ulovligt eller en udnyttelse af dobbeltbeskatningsoverenskomster/direktiv. Det er først, når et direktiv anvendes imod dets formål og indhold, at det kan karakteriseres som en udnyttelse af fordelene (UNWTO, 2006, p. 5). Der forstås endvidere, at en udnyttelse af direktivet foreligger, når en *person*, der efter direktivet indhold ikke anses som rette modtager af direktivets fordele, opnår en mere lempelig beskatning end hvis *personen* ikke kunne drage på fordelene af det pågældende direktiv/dobbeltbeskatningsoverenskomst (Schmidt et al., 2015, p. 277). En medlemsstat kan også udnytte de i et direktiv aftalte betingelser f.eks. ved at tildele minimal skattepligt til bestemte selskaber, jf. Delaware-effekten i afsnittet ovenfor eller andre statsstøttede forvrid-

ninger af det indre markedes funktionalitet (Schmidt et al., 2015, p. 236). Problematikken vedrørende statslig direktivudnyttelse behandles dog ikke nærmere, da vi i afhandlingen afgrænser os til fokusområdet på *personer* (Læs: udenlandsk investor, ikke-hjemmehørende i Danmark; juridiske).

I udnyttelsessituationer, vil typisk multinationale selskaber etablere et holdingselskab for netop at opnå fordele, som disse "personer" ikke normalt vil kunne nyde fordel af uden det indskudte led. Dette holdingselskab kan karakteriseres som et gennemstrømningsselskab bl.a., når udbyttet modtaget fra det danske driftsselskab videreudloddet; når det videreudloddende udbytte er direkte eller indirekte modtaget fra datterselskabsaktier eller koncernselskabsaktier; når der ligger en forpligtelse om videreudlodning af det modtaget udbytte; når det udbytte modtagende selskab ikke er den retmæssige ejer mm. som diskuteret ovenfor omkring vurderingen af status som "retmæssig ejer" (Schmidt et al., 2015, p. 207). Hvis udlodningen, som den direkte indkomstmodtager videreudloddet, vil det efter omstændighederne ofte anses for videreudlodning til retmæssig ejer. Det kræver dog en konkret vurdering ved hver sag. Dette begrundes i, at det er vanskeligt at følge pengestrømmene, idet udlodningen kan stamme fra overskud genereret fra virksomhed af det danske driftsselskab, gæld fra koncernrelateret selskaber el.lign. Det betydende i vurderingen, hvorvidt et udbytte er udloddet til den retmæssige ejer, er som sagt om det modtagende selskab har udøvende kontrol over anvendelsen af udbyttet (Banner-Voigt, 2016, p. 5).

En situation af direktivudnyttelse kan defineres således, at anvendelsen af et direktiv ved at lade et holdingselskab (som beskrevet ovenfor) etablere alene har det (hoved)formål at opnå skatteunddragelse og forvrider de bagvedliggende politiske intentioner som de kontraherende medlemsstater havde ved indgåelsen af dobbeltbeskatningsoverenskomsten/direktivet og dermed undergraver formålet med selv samme direktiv/dobbeltbeskatningsoverenskomst (Weeghel, 1998, p. 117). Ved at definere direktivudnyttelse således, tildeles substansen (substance-over-form testen) stor vægt ved afgørelsen af hvorvidt, der var intention om skatteunddragelse ved koncernstrukturen (UNWTO, 2006, p. 8). For at afgøre, hvorvidt anvendelsen af direktivet går imod dets indhold og formål, må man tage sit udgangspunkt i præamblerne i de pågældende direktiver/dobbeltbeskatningsoverenskomster som diskuteret tidligere i afsnittet.

De forholdsregler/værnsregler som medlemsstaterne opstiller for at modvirke direktivudnyttelse skyldes bl.a. ønsket om at forhindre skadelig eller uønsket adfærd, hvor fordelene, der er blevet udarbejdet af de to kontraherende medlemsstater tilfalder utilsigtede personer, hvorved den gensidige aftale forvrides uhensigtsmæssigt (Schmidt et al., 2015, p. 230). Dette påvirker hensynet til at sikre en afbalanceret fordeling af beskatningskompetencen. Endvidere kan der opstå situationer, hvor multinationale kapitalstrømme helt fritages for beskatning eller beskattes utilstrækkeligt. Igen sker der forvridding af et tvingende almen hensyn, eftersom der i denne situation sker et dobbeltfradrag (Schmidt et al., 2015, p. 230). Bevæggrunden for en dobbeltbeskatningsoverenskomsts fordel, nærmere en lempelse af dobbeltbeskatningen, vil være, at kapitalen beskattes i enten kilde- eller domicillandet. Dette forvrider sammenhængen i beskatningsordningen og territorialprincippet. Endvidere vil en medlemsstat have mindre incitament til at deltage i dobbeltbeskatningsoverenskomster eller skattedirektiver, da skatteobjekterne kan opnå de skattemæssige fordele uden det medlemsstatslige gensidige aftalegrundlag. (UNWTO, 2006, p. 9). Hermed undergraves muligheden for at modvirke skatteunddragelse, gennem en mindre effektiv skattekontrol. Igen sker der altså en forvridding af almen tvingende hensyn, herunder hensynet til en effektiv skatteopkrævning (Schmidt et al., 2015, p. 230).

Ved at lade et mellemholdingselskab/gennemstrømningsselskab etablere i et land, hvor der er indgået en favorabel dobbeltbeskatningsoverenskomst, kan *personen* opnå en skattefordel – da det nu medlemsstatslige-hjemmehørende moderselskab kan modtage skattefri udbytteudlodning eftersom, beskatningen frafaldes eller nedsættes efter et gældende direktiv - som *personen* normalt ikke vil kunne nyde, da denne ikke er hjemmehørende i et af de direktivforbundne medlemsstater. Ved at benytte sig af treaty shopping, kan *personen* opnå en mere gunstig omstændighed end tilsigtet. Denne situation vil fra skattemyndighederne synspunkt oftest blive anset som udnyttelse af direktivfordele, da mellemholdingselskabet antages at være et gennemstrømningsselskab, der er etableret med det (hoved)formål at opnå skattefordelene tildelt efter det pågældende direktivs bestemmelser. Holdingselskabet opfylder efter klassifikation af gennemstrømningsselskabet ikke betingelsen for retmæssig ejer, hvorefter fordelene skal frafaldes ifølge SKATs praksis samt dansk skattelovgivning (Schmidt et al., 2015, p. 63). Konsekvensen er herefter at den begrænset skattepligt indtræder og der bliver indeholdt kildeskat på udbyttebetalingen, jf. SEL § 2, stk. 1, litra c og den mere vidtrækkende nyligt implementerede omgåelsesklausul LL § 3 anvendes.

Ved denne generelle formodning af skatteundgåelse, rammes potentielt selskaber, der efter direktivernes indhold var tilsigtet til at opnå fordelene efter formål og indhold.

2.5.2 Delkonklusion

Ud fra ovenstående diskussion kan det konkluderes, at der er forskel mellem det danske retmæssig ejer-begreb og det EU-retmæssig ejer-begreb. Efter EU-retspraksis vil det være den direkte modtager, der anses for den retmæssige ejer, jf. Generaladvokaten Kokotts forslag til C-116/16, hvor man efter dansk retspraksis ofte vil se den ultimative ejer som den retmæssige ejer, eftersom man har en formodning om gennemstrøm, hvis ejerne er hjemmehørende i tredje land. Multinationale selskaber vil ofte som led i deres skatteplanlægning indskyde et holdingselskab i en favorabel jurisdiktion for at mindske deres skatteeksponering. Et holdingselskab vil derfor fra Skattemyndighederne ofte ikke blive anset som retmæssige ejer og derfor ikke nyde fordelene efter direktiverne. Myndighederne anser ikke den direkte modtager som den retmæssige, da de formoder, at konstruktionen har haft til formål netop at opnå fordele som selskabet ellers ikke vil have nydt. Myndighederne omkvalificerer derfor konstruktionen efter de danske værnsregler, således selskabet nu er (begrænset) skattepligtigt. Det kan derfor konkluderes, at der opstilles en generel formodning, der potentielt rammer direktivfordel-tilsigtet skattesubjekter og dermed har en bredere rammeblade end tilsigtet.

2.6 Dansk general omgåelsesklausul, LL § 3 og foreneligheden med EU

I dette afsnit vil det blive analyseret, hvorvidt den implementerede internationale omgåelsesklausul er forenelig med EU-retten. Dette vil ske efter en kort introduktion af bestemmelsen samt gennemgang af bestemmelsens forskellige trin. I analysen vil der blive anvendt dansk retspraksis og EU-retspraksis til vurderingen af, hvorvidt anvendelsen er af disproportional størrelse og dermed uforenelig med EU-retten samt til ulempe for investoren efter vores perspektiv, jf. afsnit 1.5.

Hvis etableringen af selskabet ikke sker i overensstemmelse med rammerne af traktaten, så er der risiko for formodning af skatteunddragelse som angivet i afsnittet ovenfor. For at komme denne udfordring til livs, har mange lande indført såkaldte værnsregler, herunder Danmarks implementering af moder-/datterselskabsdirektivets omgåelsesklausul fundet i LL § 3 (Schmidt et al., 2015, p. 279).

2.6.1 Ligningslovens § 3 – implementering, forarbejderne & forenelighed

Som anført ovenfor implementerede Danmark en international omgåelsesklausul i ligningslovens § 3 med vedtagelsen af lov nr. 540 af 29. april 2015 (L 167) den 21. april 2015. Efter vedtagelsen fik bestemmelsen virkning fra d.1. maj 2015, og bestemmelsen anvendelsesområde omfatter arrangementer af flere trin, der drager på fordelene vedrørende direkte skatter fundet i direktiver samt dobbeltbeskatningsoverenskomster, som Danmark har indgået.

Retsfølgen af Ligningslovens § 3 er, at et udbytte, der almindeligt vil anses for skattefrit, bliver omkvalificeret til skattepligtig. Ligningsloven er dog mere vidtrækkende end blot omgåelsesklausulen fundet i moder-/datterselskabsdirektivet, da den blev konciperet til at omfatte rente/royalty- samt fusionsskattedirektivet (Skatteministeriet & Engelbrecht, 2015, p. 9).

Af bestemmelsens ordlyd i stk. 1 fremgår det, *"Skattepligtige har ikke de fordele, der følger af direktiv 2011/96/EU om en fælles beskatningsordning for moder- og datterselskaber fra forskellige medlemsstater ... til arrangementer eller serier af arrangementer, der er tilrettelagt med det hovedformål eller der som et af hovedformålene har at opnå en skattefordel, som virker mod indholdet af eller formålet med direktiverne, og som ikke er reelle under hensyntagen til alle relevante faktiske forhold og omstændigheder. Et arrangement kan omfatte flere trin eller dele."* Effekten ved anvendelse af stk. 1 er således, at et skattefrit udbytte vil omkvalificeres til et skattepligtigt udbytte, hvis det bliver vurderet, at det (hoved)formål er at drage skattefordel, jf. SKATs indstillinger/bemærkninger i SKM.2017.333.SR.

Stk. 3 i bestemmelsen er en yderligere (generel) omgåelsesklausul – denne kan også klassificeres som en formodningsregel, der har til anvendelse ved arrangementer, der potentielt misbruger de danske dobbeltbeskatningsoverenskomster, jf. forarbejderne til L 167, afsnit 3.3. Anvendelsen af stk. 3 har den retsfølge, at skattepligtige ikke kan drage fordel af dobbeltbeskatningsoverenskomster, i situationer, hvor det af ordlyden *"... er rimeligt at fastslå under hensyn til alle relevante faktiske forhold og omstændigheder, at opnåelsen af fordelen er et af de væsentligste formål i ethvert arrangement eller enhver transaktion, som direkte eller indirekte medfører fordelen, medmindre det godtgøres, at indrømmelsen af fordelen under disse omstændigheder vil være i overensstemmelse med indholdet af og formålet med den pågældende bestemmelse i overenskomsten."* Stk. 3. er udformet fra forarbejders side således, at bestemmelsen har samme be-

tydning som stk. 1 vedr. Danmarks indgåede dobbeltbeskatningsoverenskomster, jf. de bemærkningerne af forarbejderne til L 167 2014/2015, side 9. Dette støttes endvidere af Ph.d. Anders Laursen (Laursen, 2015, p. 5).

Eftersom Danmark har indgået en lang række dobbeltbeskatningsoverenskomster med lande i EU (Hansen & Bjørnholm, 2002, p. 45), vil der være en vis portion af skatteydere, der vil kunne påberåbe sig rettighederne i direktiverne/dobbeltskatningsoverenskomsten. Forarbejderne af bestemmelsen har med dette in mente indført stk. 4 i bestemmelsen. Ordlyden af stk. 4. er således *"Uanset stk. 3, skal stk. 1 og 2 anvendes ved vurderingen af, om en skattepligtig er udelukket fra fordelene i en bestemmelse i en dobbeltbeskatningsoverenskomst med et land, der er medlem af EU, hvis den skattepligtige alternativt kunne påberåbe sig en fordel i et af direktiverne om direkte beskatning"*. Der skal altså i en situation med misbrug ske vurdering efter stk. 1 og 2.

Ved at lade misbrugsvurderingen ske efter stk. 1 og 2, har forarbejderne garderet sig mod at omgåelsesklausulens effektivitet forringes, hvis bestemmelsen i stk. 3 giver et mere lempeligt udslag end ønsket (Ottosen & Andersen, 2015, pt. 2.4). Samtidig effektueres den EU-retlige pligt gennem stk. 4, hvis det findes, at stk. 3 er den mest restriktive (Ottosen & Andersen, 2015). Dog har stk. 4 reelt ingen betydning, jf. forarbejderne i L 167 2014/2015, da det efter Skatteministeriets betænkning lyder *"Det vurderes imidlertid, at der ikke er væsentlig forskel på de to omgåelsesklausuler."* (Engelbrecht & Skattepligtige, 2015, pt. 3.3, pkt. 8). Ved implementeringen af denne generelle omgåelsesklausul er retssikkerheden for skatteyder blevet væsentligt forringet grundet fortolkningsudfordringerne forbundet hermed (Ottosen & Andersen, 2015, pt. 3).

Efter LL § 3 kan holdingselskaber ikke længere påberåbe sig fordelene ved direktiverne eller dobbeltbeskatningsoverenskomster, såfremt det formodes af skattemyndighederne at være udnyttelse af væsentlig aggressiv karakter heraf. Forarbejderne har ved udformningen af LL § 3, stk. 1 nægtet selskaberne fordelene efter ordlyden *"... til arrangementer eller serier af arrangementer, der er tilrettelagt med det hovedformål eller der som et af hovedformålene har at opnå en skattefordel, som virker mod indholdet af eller formålet med direktiverne, og som ikke er reelle under hensyntagen til alle relevante faktiske forhold og omstændigheder. Et arrangement kan omfatte flere trin eller dele."* Forarbejderne har efter stk. 2's ordlyd angivet negativt, hvornår et arrangement er reelt *"Ved anvendelsen af stk. 1 betragtes arrangementer eller serier af arrangementer som ikke reelle, i det omfang de ikke er tilrettelagt af velbegrundede kommercielle årsager, der afspejler den økonomiske virkelighed."*

Forarbejderne fremstiller hermed, forinden bestemmelsen vil nægte skatteyderen fordelene ved div. direktiver/dobbeltbeskatningsoverenskomster, betingelser for anvendelsesområdet af bestemmelsen i LL § 3.

Jf. LL § 3, stk. 1 skal der således være tale om "*... arrangementer eller serier, der har til hovedformål at opnå en skattefordel*". Endvidere skal denne skattefordel "*... virke imod indholdet af eller formålet med direktiverne*". Med formål og indhold med direktiver, anvendes EU Rådets udtalelse ifm. Moder-/datterselskabsdirektivets 3. præambel, der angiver, at formålet med direktivet er "*... at fritage udbytte og andre udlodninger af overskud, som datterselskaber betaler til deres moderselskaber, for kildeskat og at afskaffe dobbeltbeskatning af sådanne indkomster på moderselskabets niveau*".

Rådet har forarbejdet moder-/datterselskabet under henvisning til TEUF art. 115, der med sin indvirkning skal fremme det indre marked gennem harmonisering og sikre lige konkurrencevilkår (Parlamentet, 2018). Rådet udtaler endvidere med 4. præambel til direktivet, at "*Sammenlutninger bør ikke hæmmes af særlige restriktioner, forskelsbehandlinger eller fordrejninger som følge af medlemsstaternes beskatningsregler ... så virksomhederne får mulighed for at tilpasse sig det indre markeds krav, øge produktivitet og styrke deres konkurrencemæssige position på internationalt plan*" – med denne præambel er direktivets formål hermed at tilvejebringe forhold i det unionsmæssige samarbejde, der svarer til forhold i det indre marked og hermed virkeliggørelsen af selv samme. Det kræver således en konkret vurdering af forholdene om, hvorledes et arrangement er i strid med indholdet af direktivet, hvor der tages udgangspunkt i formålet for direktivet (moder-/datterselskabsdirektivet mm.) som ovenfor blev anført til virkeliggørelse af det indre markeds funktionalitet, jf. afsnit 2.5.

Der må i overensstemmelse med TEUFs principper, nærmere art. 26, stk. 2, art. 115, og herunder moder-/datterselskabsdirektivet ikke ske nogen restriktion af den EU-medlemsstatslige skatteydere mulighed for at opnå en fordel ved at benytte sig af den EU-beskyttede frihedsrettighed af fri bevægelighed og dermed lade sig etablere et holdingselskab i en anden medlemsstat end kildestaten. Direktivets formål er bl.a. at fremme produktiviteten i EU-landene, hvilket opnås ved, jf. Rådets betænkninger, jf. 8. (øget konkurrence gennem skattemæssig neutralitet, fritagelse af kildeskat) og 11. (afskaffelse af dobbeltbeskatning ved koncernstruktur af moder-

datterselskaber) præambel til direktivet, at afskaffe dobbeltbeskatning inden for moder-/datterselskabsdirektivets anvendelsesområde.

Forarbejderne til bestemmelsen lægger dog vægt på, at LL § 3 anvendes i overensstemmelse med den af EU-domstolens anvendte fortolkning af kunstige arrangementer ved formodninger af arrangementer, der *ikke er reelle*, således at kildelandene har mulighed for bekæmpe misbrug gennem værnsregler, der kan medføre begrænsning af bevægeligheden i EU-samarbejdet (Skatteministeriet & Engelbrecht, 2015, pt. 3.3). Dog må formodningen ikke være af særlig restriktiv karakter. Ved vurdering af om værnsreglens formodning er af særlig vidtgående karakter anvendes EU-retspraksis, nærmere *Eqiom* mm.

2.6.2 C-6/16, *Eqiom*

I sagen, C-16/6 (*Eqiom SAS*) skulle EU-domstolen tage stilling til det præjudicielle spørgsmål om Moder-/datterselskabsdirektivets (2015/121/EU) art. 1, stk. 4 på den ene side og TEUF art. 49 eller TEUF art. 63 på den anden side skal fortolkes således, at de er til hinder for en national skattelovgivning som den i hovedsagen omhandlede, der giver tildelingen af skattefordelen. Det vil sige, at fritagelsen af udbyttebeskatning af det udloddende overskud fra et datterselskab hjemmehørende i kildelandet til et ikke-hjemmehørende moderselskab i anden medlemsstat, kontrolleret direkte/indirekte af investorer i et tredje land, er betinget af, at moderselskabet godtgør at koncernstrukturen ikke har til (hoved)formål at opnå skattefordel ved fritagelse af kildebeskatning af udbytteudlodningen (*Eqiom, C-16/6*, 2018, para. 14).

Sagens faktum vedrørte Euro Stockage's (hjemmehørende-fransk selskab) udlodning af udbytte i 2005 og 2006 til moderselskabet Enka (hjemmehørende i anden medlemsstat). Udbyttet blev af de franske skattemyndigheder pålagt kildeskat, på trods af moderselskabsdirektivets art. 1, stk. 2's betingelser var opfyldt. Den franske nationale lovgivning tildeler kildelandet beskatningsretten på udbytte udloddet til ikke-hjemmehørende moderselskaber (*Eqiom, C-6/16*, 2018, para. 6), der kontrolleres (indirekte/direkte) af investorer i tredjeland (*Eqiom, C-6/16*, 2018, para. 10), medmindre moderselskabet kan godtgøre, at det ikke er skatteunddragelse til formål (*Eqiom, C-6/16*, 2018, para. 7). Selskaberne lagde sag hos øverste instans i Frankrig og

gjorde gældende, at den franske skattelovgivning ikke var forenelig med traktaten såvel som moder-/datterselskabsdirektivet (*Eqiom, C-6/16, 2018, para. 12*).

Frankrig påberåbte sig direktivets (2015/121/EU) art. 1, stk. 4, der bestemmer, at direktivet *"er ikke til hinder for anvendelsen af interne bestemmelser eller overenskomster, som er nødvendige for at hindre svig og misbrug"*. Frankrig gjorde gældende, at hindringen af etableringsfriheden er begrundet i formålet af bekæmpelse af skatteunddragelse (*Eqiom, C-6/16, 2018, para. 61*) og formålet om at sikre en afbalanceret fordeling af beskatningsretten mellem medlemsstaterne (*Eqiom, C-6/16, 2018, para. 63*). Frankrig gjorde også gældende, at direktivets bestemmelse har til formål at forhindre treaty shopping, jf. sidste led i afsnit 2.5.1, så selskaber med hjemsted i tredjelande omgår anvendelsen af den kildeskattesats på indenlandsk udbytte og bliver omfattet af lavere skattesats fastsat i aftale mellem tredjelandet og anden medlemsstat gennem den fritagelse for kildeskat mellem medlemsstaterne, der er hjemlet i moder-/datterdirektivet (*Eqiom, C-6/16, 2018, para. 62*).

EU-domstolen fastslog at art. 1, stk. 2 i (nu art. 4) i moder-/datterselskabsdirektivet og på den anden side TEUF art. 49 skal fortolkes således, *"... at de er til hinder for en national lovgivning, der gør tildelingen af skattefordelen betinget af, at moderselskabet godtgør, at hovedformålet eller et af hovedformålene med kæden af ejerandele ikke er at opnå fordele"*.

2.6.2.1 Hensynet til EU-retten, i lyset af *Eqiom C-6/16*

Som det følger af domstolens afgørelse ift. moder-/datterselskabsdirektivet anføres det således, at direktivet hjemler adgang til at indføre interne bestemmelser, der er *nødvendige* for at bekæmpe svig og misbrug (*Eqiom, C-6/16, 2018, para. 25*). Disse bestemmelser kan vurderes i henhold til primær EU-ret.

Artikel 1, stk. 2 (nu art. 1, stk. 4) er en undtagelse til direktivets beskatningsregler og skal fortolkes snævert (*Eqiom, C-6/16, 2018, para. 26*). Bestemmelsen kan hermed ikke undergives en mere vidtgående fortolkning end selve ordlyden af artiklen, jf. præmis 27, C-6/16.

Netop kravet, om at den interne regulering skal være af *nødvendig* karakter, er væsentlig ifm. proportionaliteten. Om reguleringen er nødvendig, anskues ved følgende krav:

- En bestemmelse kan have til formål at hindre rent kunstige arrangementer, der ikke bygger på økonomisk realitet, jf. præmis 30, C-6/16.

- En generel formodning om svig og misbrug kan hverken tjene som skattemæssig foranstaltning i henhold til en direktivfordel eller en traktatmæssig frihed, jf. præmis 31, C-6/16.

Det er vores vurdering, at domstolens afgørelse i forhold til traktaten gav udtryk for, at bestemmelsen er en hindring af etableringsretten. Det ses ved betingelsen om, at moderselskabet skal godtgøre, at hovedformålet eller et af hovedformålene ikke er at opnå, de med strukturen forbundne skattefordele kun finder anvendelse, når et hjemmehørende selskab udlodder overskud til et ikke-hjemmehørende moderselskab, der kontrolleres af personer hjemmehørende i tredje land. Når der i situationer af objektive sammenlignelige forhold udloddes til et hjemmehørende moderselskab, der ligeledes kontrolleres af personer hjemmehørende i et tredje land, finder betingelsen ikke anvendelsen, jf. præmis 55, C-6/16. Der er hermed blevet testet for diskriminationsforbuddets todelte prøvelse, nærmere forskelsbehandling af sammenlignelige situationer og om denne forskelsbehandling kan begrundes med saglige hensyn. Misbrugsvurderingen kunne ikke holde for diskriminationsprøvelsen.

Herefter foreligger der prøvelse af restriktionsforbuddet. Restriktionens vidde er bredere og ikke definerbar, da den forbyder enhver foranstaltningen, der potentielt kan udgøre en hindring (Schmidt et al., 2015, p. 225), dvs. en restriktion, der er kendetegnet ved, at foranstaltningen på anden vis kan hindre den grænseoverskridende anvendelse af frihedsprincipperne eller gøre udøvelsen af etableringsretten mindre attraktivt - jf. C-55/94 (Gebhard), præmis 37 smh. TEUF art. 49. Som anført i C-6/16, præmis 54-57 vil den formodningsregel, der forbyder, kunne afholde et ikke-hjemmehørende moderselskab i at udøve etableringsretten gennem udøvelse af virksomhed via et datterselskab. Misbrugsvurderingen kan derfor ej heller holde til restriktionsprøvelse, da det medfører en hindring af etableringsretten, jf. TEUF art. 49.

Hensyn til hindring af skatteunddragelse og misbrug har samme rækkevidde, hvad enten det påberåbes i medhør af direktivet eller som et tvingende alment hensyn til hindring af traktaten, jf. præmis 64, C-6/16. Dvs. at værnsreglen, den franske skattemyndighed har indført, går længere end nødvendigt, jf. præmis 65 smh. præmis 31-33, C-6/16.

Det kan herpå konkluderes, at en værnsregel som den omhandlede i sagen, hvor skattemyndighederne ikke skal fremføre tydeligt bevis for svig eller misbrug, men blot indfører en regel af

generel formodning for svig og misbrug er i strid med formålet, som moder-/datterselskabsdirektivet forsøger at opsætte. I formålet forstås der undgåelse af dobbeltbeskatning mellem medlemsstaterne. I forlængelse heraf findes en generel formodningsregel af den omhandlede karakter også værende stridig med de EU-traktatfæstede principper om fri bevægelighed, nærmere TEUF art. 49.

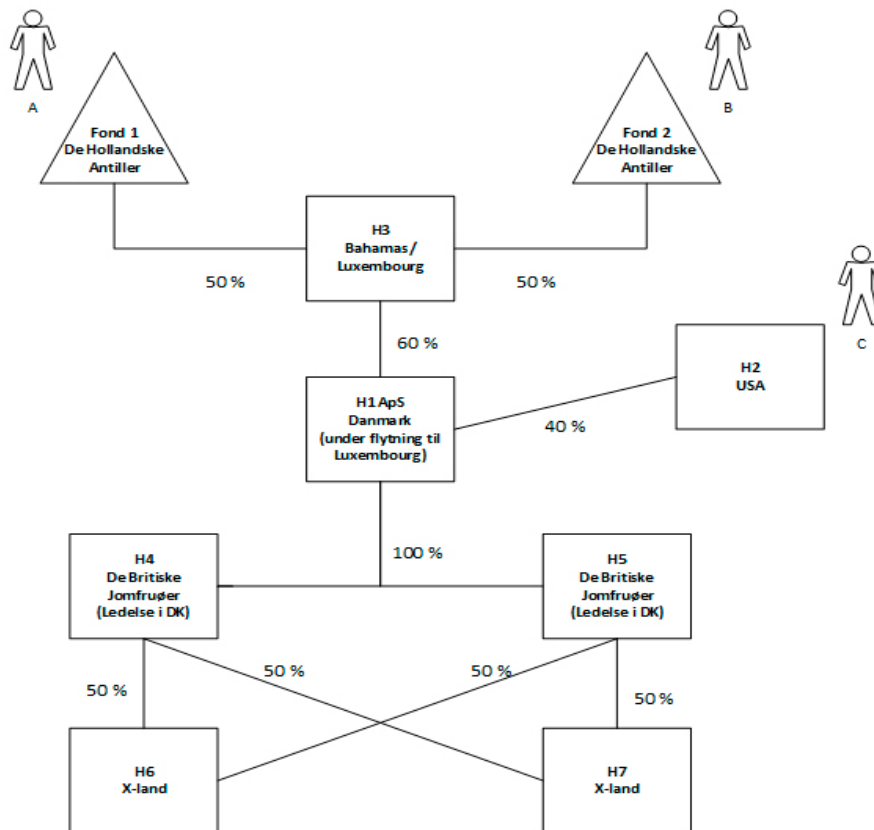
2.6.3 Dansk retspraksis' anvendelsesområde af formodningsreglen LL § 3, SKM.2017.333.SR

I december 2017 blev den første afgørelse, hvor anvendelsen af den nyligt implementerede omgåelsesklausul i LL § 3 medførte tilsidesættelse af et arrangement, gennemført. Den omhandlede sag er SKM.2017.333.SR. Denne sag vil blive anvendt analogt, da sagen omhandler likvidationsprovenu, der omfattes af definition af udbytte, hvilket er behandlet, jf. 2.3.1.1.

Sagens faktum omhandlede et hjemmehørende holdingselskab (H1) til Danmark, der ønskede flyttet til Luxembourg – både selskabsretligt samt skattemæssigt.

Koncernstrukturen er gengivet i figur 4 nedenfor:

Figur 4: *Koncernstruktur i SKM.2017.333.SR*



Kilde: *SKM.2017.333.SR*

H1 blev i sin tid etableret som resultat af et joint-venture mellem holdingselskaber H2 og H3 (se figur for koncernforbindelse). Den eneste aktivitet i selskaberne (H1-3) var at eje aktier, dvs. rene holdingselskaber, jf. SKM.2017.333.SR. Det blev i sagen oplyst, at H1 ingen ansatte havde, endvidere at der aldrig har været udloddet udbytte eller været nogen låneaktivitet fra H1 ejede driftsselskaber til de ultimative ejere. Spørger havde begrundet den planlagte flytning af H1 til Luxembourg i ønsket om at forenkle selskabsstrukturen. Der vil som resultat af samlingen af holdingselskaberne skabes større transparens samt nedbringe de administrative omkostninger.

Flytningen af H1 til Luxembourg vil som udgangspunkt medføre exitbeskatning efter SEL § 5 – det interessante spørgsmål var hermed, hvorvidt om likvidationsprovenuet vil blive anset for skattefri udlodning efter den pågældende DBO henholdsvis moder-/datterselskabsdirektivet

eller om udlodningen vil blive pålagt kildeskat ved tilsidesættelse af arrangement efter omgåelsesklausulen i LL § 3.

I afgørelsen, indstillede SKAT til Skatterådet, at spørgers fremlagte spørgsmål blev besvaret negativt. SKAT fandt i deres gennemgang af de skattemæssige konsekvenser, at betingelser for udbytteudlodningen – likvidationsprovenu – skulle beskattes efter aktieavancebeskatningsreglerne og derfor ikke blev anset for begrænset skattepligtig, jf. SEL § 2, stk. 1, litra c. SKATs opfattelse af H1 var således, at det ikke skulle anses som et gennemstrømningsselskab. Da modtageren af udbytte blev anset for retmæssig ejer, skulle beskatningen af udlodningen frafaldes efter moder-/datterselskabsdirektivet jf. opfyldelse af de i moder-/datterselskabsdirektivets fordelsbetingelser: Retssubjektet skal være "selskab i en medlemsstat", jf. direktivets art. 2, litra a, nr. 2. Selskabet skal tildeles moderselskabsstatus efter direktivets art. 3, litra a. Som sidste betingelse, der skal være opfyldt er, at der ikke må være misbrug af direktivets fordele, jf. art. 1, stk. 2.

SKAT havde dog i sin indstilling til Skatterådet efter en samlet vurdering anset, "*at arrangementet er tilrettelagt med det hovedformål, at der opnås en skattefordel, som virker mod indholdet af eller formålet med direktivet, og som ikke er foretaget af velbegrundede kommercielle årsager*". SKAT angiver, som led i deres vurdering "*... er der lagt vægt på alle relevante forhold og omstændigheder – herunder den samlede koncerns forhold og struktur.*" SKAT nægtede i sin afgørelse fritagelse for begrænset skattepligt og dermed fraveg fordele i direktivet til ulempe for skatteyder.

Skatterådet valgte at tiltræde SKATs indstilling.

2.6.3.1 Vurdering af SKM.2017.333.SR samt anvendelse af LL § 3

Denne sag, hvor en skatteyder, der støtter ret i fordelene i direktiverne, får tilsidesat et arrangement som følge af SKATs anvendelse af den nyligt implementeret omgåelsesklausul i LL § 3, er den første af sin slags.

SKAT gjorde i deres begrundelse for anvendelse af LL § 3, hvis retsfølge var at tilsidesætte et arrangement til ulempe for skatteyder og dermed nægte skatteyder fordele efter direktivet, eksplicit udtryk for, at skatteyder ikke havde dokumenteret en "*velbegrundet kommerciel årsag*" af flytningen af det bahamesiske holdingselskab (H3) til Luxembourg før den efterfølgende flytning/likvidation af det danske holdingselskab (H1).

Det vurderes, at skattemyndighedernes behandling af den nærmere angivet sag ikke stemmer overens med forarbejderne til ligningslovens § 3. SKAT (anklageren) vurderes til ikke at opfylde den bevisbyrde, der efter forarbejderne, jf. L 167 2015 påhviler skattemyndigheder at fastslå, at der er tale om et arrangement med hovedformål at opnå skattefordel, der virker mod indholdet med direktiverne (Skatteministeriet & Engelbrecht, 2015, p. 18). SKAT anser, efter deres opfattelse den manglende dokumentation for velbegrundet kommerciel årsag, at være lig hovedformålet med opnåelse af skattefordelen. Denne generelle formodning, der ikke videre specifikt beskytter mod rent kunstige arrangementer, men generelt også hindrer andre situationer, er ikke i overensstemmelse med EU-retten (Rønfeldt, 2013, p. 243). Det konkluderes hermed, at anvendte fortolkning af LL § 3 ikke kan anses for forenelig med EU-retten i denne forbindelse. Dette synspunkt støttes endvidere af Ph.d. Jacob Bundgaard (Bundgaard, 2017).

2.6.3.2 Analyse af begrundelserne i SKM.2017.333.SR

Som anført i afsnit 2.5 kan der ved af læsning af bestemmelserne i LL § 3 opsættes en række betingelser, der skal opfyldes forinden, at bestemmelsen restriktioner kan træde i kraft. For at bestemmelsen finder anvendelse, skal der udføres en subjektiv test af arrangementets formål (Bundgaard, 2017, p. 4), dvs. at der skal være tale om *"arrangementer eller serier af arrangementer, der er tilrettelagt med det hovedformål eller der som et af hovedformålene har at opnå skattefordel..."*, jf. LL § 3, stk. 1. SKAT lægger i sagen vægt på flytningen af H3 fra Bahamas (uden for anvendelsesområdet af moder-/datterselskabsdirektivet) til Luxembourg, hvor direktivet finder anvendelse. Hermed bliver det omhandlende udbytte (likvidationsprovenu) nu behandlet som en avance efter ABL § 4 A på datterselskabsaktier og dermed ikke omfattes af udbyttebeskatning med begrænset skattepligt, da udbyttet skal nedsættes eller frafaldes efter fordelene i moder-/datterselskabsdirektivet. Denne fokus på etableringen af H3 inden hjemstedsflytning af det danske holdingselskab må tages i betragtning med leddet i bestemmelsen *"... eller serier af arrangementer..."*. Årsagen til hjemstedsflytning af H3 efter SKATs opfattelse opfylder hermed betingelsen om, at et af formålene var at opnå skattefordel og dermed en formodning om et potentielt misbrug. Dette støttes også af Ph.d. Jacob Bundgaard (Bundgaard, 2017, p. 6).

Men alene dette er ikke nok til at statuere misbrug, da det først er ved fastlæggelsen af om denne skattefordel *"virker mod indholdet af eller formålet med direktiverne..."* og *"som ikke er*

reelle under hensyntagen til alle relevante faktiske forhold og omstændigheder", jf. LL § 3, stk. 1, 1.pkt. Der anvendes nu som angivet i afsnit 2.6.1 LL § 3, stk. 2 ved vurderingen om arrangementet kan karakteriseres som et kunstigt arrangement.

EU-retspraksis definerer et kunstigt arrangement i situationer, hvor et arrangement ikke bygger på nogen reel økonomisk realitet. Der sker således en definition gennem analyse af indhold og form (Kommissionen & Udvalg, 2007, p. 4). Begrebet *reel økonomisk realitet* forstås således, at der foreligger en fast indretning i en anden medlemsstat over en ikke-nærmere angivet periode (C-221/89 & EU-Domstolen, 1991, para. 20). De objektive faktorer, der tages hensyn til ved vurdering om tilstrækkelig substans omfatter bl.a. den reelle placering af administration og den reelle kommercielle risiko, virksomheden løber (Kommissionen & Udvalg, 2007, p. 5). Ved denne EU-retspraksis dominante anvendelse af "substance over form" vurdering vedr. den reelle økonomiske aktivitet, der er omfattet af begrebet *kunstigt arrangementer*, skal tilstedeværelsen/etableringen af holdingselskabet i anden medlemsstat hermed kunne begrundes i den aktivitet, selskabet, der etableres, udøver (Rønfeldt, 2013, p. 236). Der kan dog ikke opstilles nogen generel formel for graden af tilstedeværelsen, hvilket derfor kræver en konkret vurdering (Rønfeldt, 2013, p. 236). Dette betyder, at den konkrete vurdering, om hvorvidt en etablering af et selskab kan godkendes fra skattemyndighederne og dermed ikke være imod formålet med moder-/datterselskabsdirektivet, må ske "*under hensyntagen til alle relevante faktisk forhold*", jf. LL § 3, stk. 1, sidste pkt., hvilket omfatter vurderingen af den aktivitet, der drives i det pågældende selskab, som angivet lige ovenfor.

Vedrørende vurdering af de objektive hensyn ifm. reel økonomisk aktivitet og tilstedeværelse, har EU-Kommissionen udtalt "*Det er ikke helt sikkert, hvordan disse kriterier [som er blevet belyst ovenfor] finder anvendelse på holdingselskaber, hvis aktivitet normalt ikke kræver en væsentlig fysisk tilstedeværelse*" (Kommissionen & Udvalg, 2007, p. 5). I forlængelse heraf bør opmærksomheden rettes mod dansk retspraksis omkring behandling af holdingselskaber.

I SKM.2004.297.H fastslog Højesteret, at holdingselskabet (moderselskabet) skal anses for erhvervsdrivende ved anvendelse af skatteretlige regler. Heri må der konkluderes, at holdingselskaber, der ved dets egenskab af udelukkende at eje en aktiebeholdning i datterselskaber, må have dette som deres kommercielle formål, hvilket må anerkendes som tilstrækkelig økonomisk tilstedeværelse (substans) skattemæssigt.

I den omhandlede sag, SKM.2017.333.SR var de anførte støttepunkter, at flytningen af holdingselskabet H3 til Luxembourg og derefter likvidationen af H1 var en forenklingen af koncernstrukturen (kommercielt begrundet årsag) smh. SKM.2004.297.HR, hvor de få kommercielle årsager til etablering af holdingselskab må være ejerskabet af aktier, derfor må tages hensyn til ved vurdering af velbegrundet kommerciel årsag, jf. LL § 3, stk. 1, 1.pkt. *"... alle relevante faktiske forhold"*, er det derfor uklart, hvordan flytningen af et holdingselskab fra en medlemsstat til en anden går imod indholdet af direktivet (Bundgaard, 2017, p. 7).

Forenklingen af koncernstrukturen ved flytning og herefter likvidation blev dog ikke anset for at være velbegrundet kommercielle årsager efter SKATs opfattelse og dermed blev betingelsen efter LL § 3, stk. 2 ikke opfyldt, for at skatteyderen kunne støtte ret efter direktivets fordele. SKAT må, efter deres afslag af begrundelsen, være af den formodning, at skatteyderen derfor må have haft skatteunddragelse for øje i forbindelse med konstruktionen af det omhandlede arrangement. Denne fortolkning kan være svær at se forenelig med EU-retspraksis (*Cadbury Schweppes, C-194/04*, 2006, para. 36). Dette synspunkt synes støttet af Ph.d. Anders Laursen (Laursen, 2017). Anders Laursen fremhæver i sin artikel i forbindelse med SKATs generelle formodning af skatteunddragelse vedr. anvendelse af direktivfordelene stiller skatteyderen yderst ufordelagtigt: *"skatteyderen i forbindelse med en transaktion stilles over for to muligheder ... hvor den ene medfører en skattemæssig fordel, og den anden medfører en skattemæssig ulempe, har skatteyderen de facto pligt til at vælge ulempen, hvilket i realiteten er en pligt til at handle dumt. Iagttages denne "pligt" ikke, skabes der en formodning for, at transaktionen først og fremmest er skattemotiveret, hvorefter det påhviler skatteyderen at afkræfte denne formodning"* (Laursen, 2017, p. 4). Dette vil ikke just være hensigtsmæssigt og ej heller i overensstemmelse med styrkelsen af det indre marked, jf. TEUF art. 26.

I forlængelse heraf, vil denne generelle misbrugsformodning fra skattemyndighedernes side sjældent klare en prøvelse hos EU-domstolen ved anvendelse af Eqiom-sagens udfald, jf. afsnit 2.6.2, hvor den lignende franske værnsregel var af mere vidtrækkende karakter end den beføjelse tildelt i moder-/datterselskabsdirektivets art. 1, stk. 2 (nu stk.4), jf. Eqiom-sagen, C6/16 præmis 27.

Ved at sammenholde den subjektive del (arrangementets formål) af testen og den objektive del (skattefordelen virker mod indholdet af direktivet) med moder-/datterselskabsdirektivets for-

mål om afskaffelse af dobbeltbeskatningen mellem datter- og moderselskabs udbytteudlodninger, jf. 1. præambel til direktiv 2015/121/EU, kan det udledes, at den omhandlede situations arrangement ikke kan anses for virkende mod indholdet af moder-/datterselskabsdirektivet.

Der må endvidere ikke opstilles restriktioner af bevægeligheden fastsat efter EU's frihedsprincipper, nærmere relevant for denne afhandling TEUF art. 49. Dette frihedsprincip omfatter etableringsfriheden for selskaber inden for unionsfællesskabet. Dette indebærer, at unionsborgerne tildeles adgang til at optage og udøve selvstændig erhvervsvirksomhed samt at oprette og lede virksomheder på de vilkår, der er fastsat i etableringsmedlemsstatens lovgivning for dets egne statsborgere. Retten omfatter endvidere en ret for selskaber, der er lovligt oprettet, og hvis hjemsted er inden for EU, til at udøve virksomhed i etableringsmedlemsstaten via et datterselskab (Rønfeldt, 2013, p. 249). Denne frihedsrettighed må ikke begrænses ved indgreb fra etableringsmedlemsstaten af diskriminerende skattelovgivning, jf. Eqiom-sagen, C6/16, præmis 53.

Dog mener SKAT, at *"EU-praksis om den fri etableringsret, jf. TEUF 49, ikke er til hinder for LL § 3 finder anvendelse"*. Det tænkes, at SKAT ved begrundelse af, at EU-praksis ikke er til hinder for LL § 3 anvendelse, jf. C-321/05, præmis 38 smh. Cadbury, præmis 35, hvorefter der hersker forbud mod retsmisbrug, der retfærdiggør en bredere generalklausul, hvis det kan begrundes i hensynet til almen tvingende hensyn, herunder bekæmpelse af bl.a. skattesvig (Rønfeldt, 2013, p. 238). Ingen indførte mekanismer fra etableringsstaten må være af sådan en karakter, at den er til hinder for den traktatsikret fri bevægelighed, hvorpå en udenlandsk investors udbytte behandles mindre fordelagtigt end en indenlandsk investors udbytte, medmindre forskelsbehandlingen berører situationer, der ikke er objektive sammenlignelige eller den er begrundet af almen tvingende hensyn (Rønfeldt, 2013, p. 250).

Hvis en national regel er til hinder for den primære EU-ret, skal denne retfærdiggøres med hensyn til bekæmpelse af svig. Dette misbrug, som værtslandet må værne sig imod, er således skatteunddragelse ved kunstige arrangementer, der har til det formål netop at opnå undgåelse af den skyldige skat relateret til det generet overskud, der udloddes, der reelt tilkommer kildelandet (Schmidt et al., 2015, p. 231). Der kan opstå en utilsigtet risiko for forvridning af den afbalancerede fordeling af beskatningskompetencen, hvis kildelande ikke kan udøve deres beskatningsret (Schmidt et al., 2015, p. 230). Risikoen vil ligge i at udlodningen blev videreført til en

investor, der ikke normalt vil kunne få del af de i direktiverne tildelte fordele (*C-321/05; Kofoed-sagen*, 2007, para. 38).

Dog fastslog EU-domstolen i *Eqiom-sagen*, at *"en generel formodning for svig og misbrug kan således hverken tjene som begrundelse for en skattemæssig foranstaltning, som er i strid med formålet med direktiv eller skattemæssig foranstaltning, der griber ind i udøvelsen af en grundlæggende frihed, der er sikret ved traktaten"*, jf. *Eqiom-sagen C6/16*, præmis 31. Så kun hvis arrangementet anses for at være misbrug af fordelene efter moder-/datterselskabsdirektivet, vil den nationale lovgivning nægte skatteyderen fordelene, jf. direktiv 2015/121/EU art. 1, stk. 4.

Skatteyderen i den analyserede sag anførte, at der ikke vil ske videreudlodning af det modtaget udbytte. Det misbrug, som kildelandet kan værne sig imod, må derfor siges ikke at være eksisterende. I forlængelse heraf må det konkluderes at en forvridning af den afbalanceret beskatningsfordeling derfor ikke er til stede, ergo intet misbrug. Det skyldes, at udbyttet forbliver i det indre marked samt modtageren af udbytte er den rette indkomstmodtager og retmæssige ejer, jf. Generaladvokaten Kokotts forslag til *C-116/16*, præmis 115, nr. 3, addition (Laursen, 2017, p. 7). Der er derfor en situation, der er objektive sammenlignelig, hvor et hjemmehørende selskabs situation vil være mere fordelagtig (*Eqiom, C-6/16*, 2018, para. 58). Bestemmelsen må efter den anvendte fortolkning derfor siges ikke at være af nødvendig karakter, jf. definition i præmis 30-31, jf. *C-6/16, Eqiom-sagen*.

Selve bestemmelsen efter ligningslovens § 3 vurderes fuldt forenelig med EU-retten, da bestemmelsen, efter forarbejderne, ønskes implementeret med samme formulering som de anvendte direktiver (Skatteministeriet & Engelbrecht, 2015, p. 9). Det må dog konkluderes, at fortolkningen af bestemmelsen i LL § 3 er af så vidtgående en karakter, at denne ikke kan anses for forenelig med EU-retten på trods af minimumsreglen fundet i art. 1, stk. 4 i moder-/datterselskabsdirektivet af 2015/121/EU. Bestemmelsen i moder-/datterselskabsdirektivet art. 1, stk. 2 (nu art. 1, stk. 4) kan som angivet i afsnit 2.6.2.1 ikke undergives en mere vidtgående fortolkning end selve ordlyden af artiklen, jf. præmis 27, *C-6/16*. Som angivet i samme afsnit kræves det, at den interne lov skal være af nødvendig karakter. En generel formodning om svig og misbrug kan derfor hverken tjene som skattemæssig foranstaltning i henhold til direktivfordele eller traktatmæssig frihed, jf. EU-retspraksis (*Eqiom, C-6/16*, 2018, para. 31). Dette synspunkt

støttes af både Ph.d. Jakob Bundgaard (Bundgaard, 2017) samt Ph.d. Anders Laursen (Laursen, 2017).

Det er derfor vores vurdering, at den nuværende fortolkning af bestemmelsen i LL § 3 efter retspraksis ikke kan anses at bidrage til fortolkning af bestemmelsen efter forarbejderne. Det kræver flere afgørelser forinden fortolkningen af LL § 3 vil kunne siges at være bidragende til den generelle forståelse.

2.6.4 Delkonklusion

Vi har gennem en gennemgang af § 3 i lovbekendtgørelse nr. 1162 af 01/09/2016 fået fastslået at bestemmelsens ordlyd er forenelig med formålene efter direktiv 2015/121/EU. Dog vurderes det, at den brede koncipering af bestemmelsen kan medføre en vis retsusikkerhed for skatteyderne, da der med bestemmelsens stk. 3 foreligger en generel formodningsregel, hvormed ellers legale skattefrie arrangementer bliver omkvalificeret til skattepligtige. Denne retsusikkerhed er blevet stadfæstet ved afgørelsen i skattesagen SKM.2017.333.SR. Her blev et skattefrit arrangement, der i overensstemmelse med formål og indhold i direktiv 2015/121/EU omkvalificeret til et skattepligtigt arrangement, da skattemyndighederne formodede, at et af arrangements trin var med det formål at opnå skattefordele. Lignende situation blev afprøvet ved EU-domstolen, der fandt den franske generelle formodningsregel værende i strid med EU-retten.

Gennem en analyse af det relevante direktivs formål og indhold, traktater samt anvendelse af EU-retspraksis kan det konkluderes, at de danske skattemyndigheders fortolkningen af LL § 3 ikke er forenelig med EU-retten.

3. Økonomisk kapitel

3.1 Indledning

Det økonomiske kapitel vil tage afsæt i det juridiske, og vil analysere den estimerede værdi ved køb af en dansk virksomhed i relation til størrelsen af en investors udbyttebeskatning. Kapitlet vil bestå af en regnskabsanalyse, nøgletalsanalyse og en budgettering af det fremtidige frie cash flow for en danske virksomhed, hvorefter implikationen af udbyttebeskatningen vil blive ana-

lyseret i form af en estimering af de gennemsnitlige vægtede kapitalomkostninger, WACC. Virksomhedens estimerede værdi vil blive udformet og beregnet på baggrund af den kapitalværdibaserede DCF-model. Denne DCF-model vil ikke blive understøttet af en strategisk analyse, men vil være opbygget og begrundet udelukkende ved brug af en regnskabs- og nøgletalsanalyse til at estimere virksomhedens fremtidige frie cash flow. Årsagen til dette skyldes en vurdering af, at den strategiske analyse er irrelevant for afhandlingens problemstilling. Bevæggrunden for at lave en regnskabs- og en nøgletalsanalyse for at vurdere og estimere det fremtidige frie cash flow, kan begrundes af to årsager:

1) $ROIC > WACC$

- *For afhandlingens validitet er vi nødt til at sikre os, at virksomhedens ROIC overstiger WACC for at garantere, at virksomheden vil skabe værdi for investoren (SKAT, 2013). Årsagen til dette samt begrebsbetegnelsen vil blive analyseret og redegjort for senere i kapitlet.*

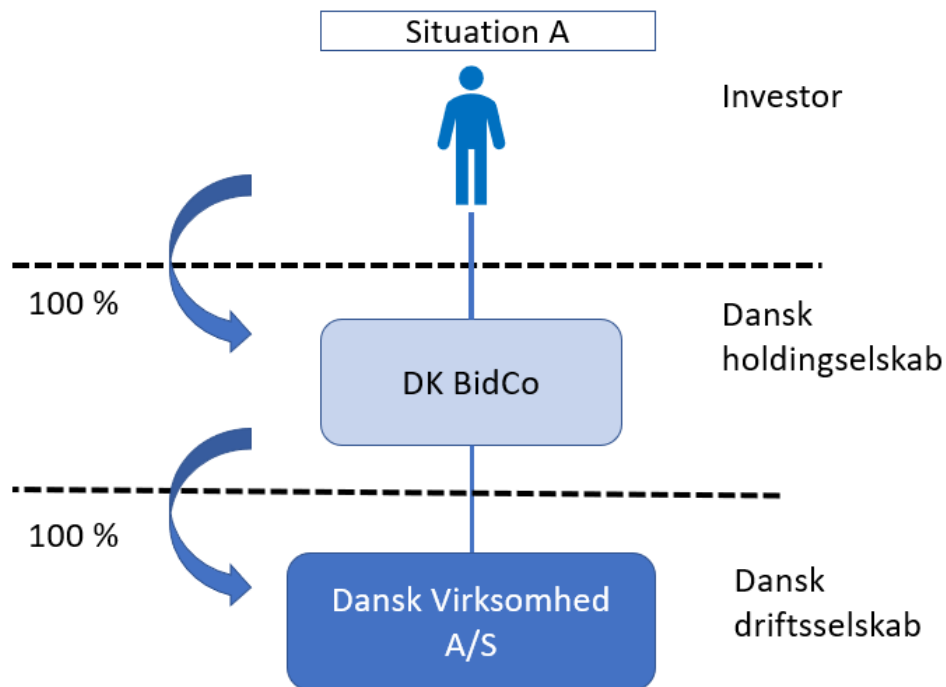
2) Nærme sig en realistisk estimeret virksomhedsværdi

- *For at nærme os en realistisk vurdering for afhandlingens virksomhed, er vi nødt til at undersøge virksomhedens bagvedliggende value drivers samt at få dannet et organiseret overblik over virksomhedens historiske og nuværende finansielle udvikling og situation. Dette samt analysen ved dekomponering af virksomhedens nøgletal vil danne grundlag for virksomhedens budgettering og dermed virksomhedens fremtidige frie cash flow (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 16).*

Analysen vil tage udgangspunkt i to situationer, henholdsvis situation A og situation B. Begge situationer er opstillet på baggrund af analysen i det juridiske kapitel. Situation A tager udgangspunkt i en udenlandsk investor fra et tredje land med 100 % ejerandel i et dansk holdingselskab, som via dette holdingselskab vælger at købe en dansk virksomhed.

Situation B vil tage udgangspunkt i samme investor, men hvor han har 100 % ejerandel i et Luxembourgsk holdingselskab, og som via dette holdingselskab vælger at købe den samme danske virksomhed som i situation A.

Figur 5: *Situation A*

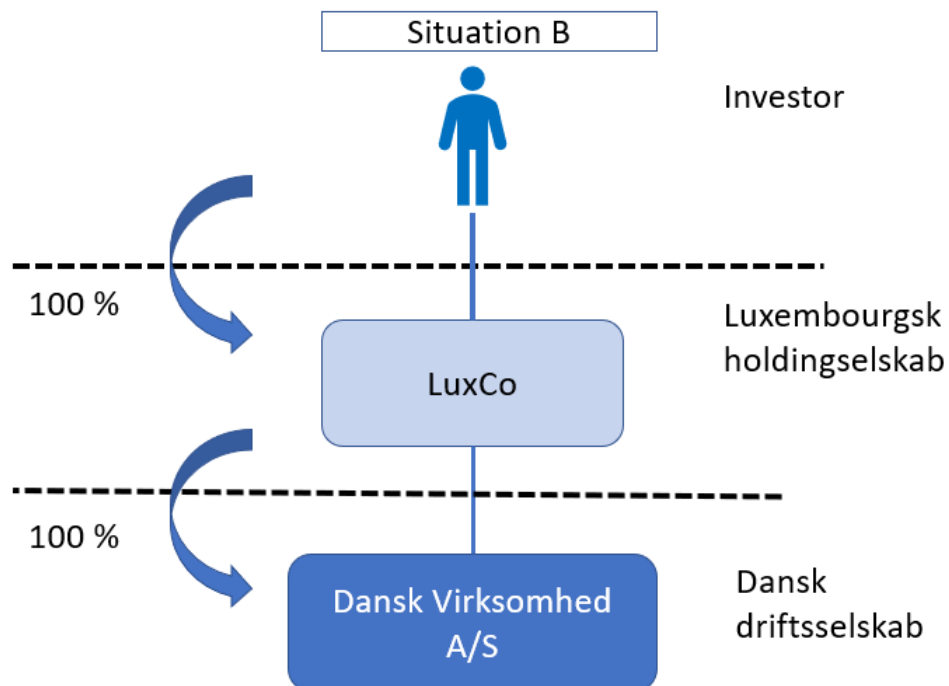


Ved at investere i en dansk virksomhed med et hjemmehørende holdingselskab i Danmark omfattes gevinsten af dobbeltbeskatning. Denne dobbeltbeskatning stadfæstes af selskabsskat jf. SEL § 1 og udbyttebeskatning jf. KSL § 65 pkt. 1. Dette betyder, at investorens effektive skattesats bliver udgjort af hhv. selskabsskat og udbyttebeskatning.

Der vil i situation A blive udformet og analyseret en fuldbyrdet regnskabs- og nøgletalsanalyse, budgettering samt udregnet en WACC for investoren.

Situation B vil tage udgangspunkt i investeringen i det samme danske selskab, men hvor investorens holdingselskab er placeret i et favorabelt europæisk udbyttebeskatningsland. Det favorable europæiske udbyttebeskatningsland tager i denne analyse udgangspunkt i Luxemburg, da udbyttebeskatningen i dette land praktisk er 0 %, hvilket medfører, at vores investor undgår dobbeltbeskatning (DeloitteTouche, 2015). Det antages, at investor i situation B frit kan bevæge kapital fra Danmark til Luxemburg uden beskatning jf. moder-/datterselskabsdirektivet, der medfører, at skattepligten helt eller delvist frafalder samt OECD's Modeloverenskomst art. 10 (udbytter), som er behandlet i det juridiske kapitel.

Figur 6: *Situation B*



Ved analyse af situation B vil alle parametre, analyser og estimeringer fra situation A gøre sig gældende med undtagelse af investorens WACC. Begrundelse for dette vil blive diskuteret i et senere afsnit. Efter WACC bliver beregnet for situation B, vil værdien af den danske virksomhed blive udregnet ved begge situationer. Herefter vil effekten af størrelsen af udbyttebeskatningen blive vurderet i forhold til den estimerede værdi for den danske virksomhed. Til slut vil implikationen af udbyttebeskatning blive diskuteret i forhold til de to opstillede situationer.

Analysen bliver udformet på baggrund af antagelsen om, at investor, i begge scenarier, vælger at udlodde alt overskydende kapital fra den danske virksomhed til sit holdingselskab og herefter, i samme år, vælger at udlodde hele resultatet fra holdingselskabet som udbytte til sig selv. Det antages, at holdingselskabet anses som retmæssig ejer.

Efter analysen af den estimerede værdi af den danske virksomhed samt implikationen af en ændret WACC, vil der blive udformet en konklusion af undersøgelsen.

3.1.1 Valg af virksomhed

Ved valg af afhandlingens virksomhed er der flere overvejelser, der ligger til grund. Afhandlingens virksomhed skal først og fremmest have aktuelle og fyldestgørende regnskaber for, at afhandlingens brug af DCF-metoden er tilfredsstillende. Virksomheden skal have en stigende nettoomsætning de seneste 5 år, da dette sikrer en mere præcis og stabil budgettering. Virksomheden skal have få eller ingen ændringer i regnskabspraksis for at begrænse omfanget af antagelser og for at gøre afhandlingen mere generaliserbar.

For endvidere at øge validiteten af opgaven skal den valgte virksomhed også være af typen, hvor det giver anledning til, at virksomheden normalt ville lave udbetalinger af udbytte hvert år. For at sikre, at den valgte virksomhed er af denne type, skal den opfylde nogle forudbestemte krav. For det første skal virksomheden være moden, da investorer i en moden virksomhed ofte søger at få udbytte i forhold til en yngre virksomhed (Parum, 2016, p. 341). Årsagen til, at dette gør sig gældende, skyldes, at efterhånden som virksomheden modnes, bliver virksomhedens pengestrømme proportionelt større end investeringerne, og firmaet øger derved deres kapitalbeholdning, hvilket forårsager investorernes ønske om udbetaling, da de hellere vil forvalte denne kapital selv (Parum, 2016, p. 342). For at kunne besvare, om virksomheden er moden nok til at betale det hele som udbytte, skal der kunne svares "ja" til de følgende tre spørgsmål (Parum, 2016, p. 342):

- 1) Genererer virksomheden et positivt frit cash flow, og er det sandsynligt at de også vil generere et fremtidigt positivt frit cash flows?
- 2) Er virksomhedens soliditetsgrad fornuftig?
- 3) Har virksomheden en kapitalstørrelse, der indikerer, at de kan modstå uforudsete negative hændelser, og midler nok til at kunne gribe uforudsete muligheder?

Disse spørgsmål vil som udgangspunkt ved valg af virksomhed fremgå som opfyldt. Der vil efter regnskabsanalysen af virksomheden blive vurderet om disse tre spørgsmål gør sig gældende for den valgte virksomhed.

Vores valg af virksomhed for denne afhandling er:

Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S

Fremover refereres der til Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S som "PEB Erhverv".

3.2 Regnskabsanalyse:

Regnskabsanalyse, i form af reformulering af regnskaber og nøgletalsanalyse, har til formål at analysere virksomheders historiske og nuværende finansielle situation samt danne et overblik over virksomhedens primære værdiskabende drivers (Sørensen, 2012, p. 157). Ved regnskabsanalysen skabes der en nødvendig transparens af virksomheden for virksomhedens ejere, ledelse, bestyrelse mfl., så disse parter kan foretage logiske, rationelle og velbegrundede beslutninger. Udover regnskabsanalysen er et stærkt ledelsesværktøj, frembringer den også de fundamentale informationer, vi har brug for til at foretage en værdiansættelse af virksomheden. Regnskabsanalysen hjælper os med at analysere fire spørgsmål, som skal besvares for at lave en fuldbyrdet værdiansættelse af en virksomhed (Damodaran, 2012, p. 197).

- 1) Hvad er værdien af virksomhedens aktiver?
- 2) Hvordan har virksomheden skaffet kapital til at finansiere disse aktiver?
- 3) Hvor rentable er disse aktiver?
- 4) Hvor stor er usikkerheden/risikoen i disse aktiver?

For at besvare disse spørgsmål vil der blive foretaget en reformulering af balancen, resultatopgørelsen og egenkapitalopgørelsen, hvorefter der vil blive udarbejdet en nøgletalsanalyse, som vil danne grundlag for virksomhedens fremtidige cash flow (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 93). Denne analyse vil blive foretaget på baggrund af PEB Erhvervs fem seneste offentliggjorte regnskaber, som er fra regnskabsåret 2012 til og med regnskabsåret 2016.

3.2.1 Ændring i regnskabspraksis

PEB Erhverv har i årsregnskabet 2016 foretaget ændringer i regnskabspraksis jf. lov nr. 738 om ændring af årsregnskabsloven m.v. af 1. juni 2015 (*Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S årsrapport*, 2016). Den foretagne ændring i regnskabspraksis er på klassifikationen af minoritetsinteresser i koncernregnskabet. I de tidligere årsregnskaber, er minoritetsinteresserne klassificeret som en særskilt post mellem egenkapitalen og forpligtelser, hvor de fremover vil indgå som en del af koncernens egenkapital (*Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S årsrapport*, 2016). Denne ændring har ingen effekt på balancesummen. Ved udregning af PEB Erhvervs nøgletal vil der blive taget højde for den nye regnskabspraksis. Når der foretages en justering af tidligere årsregnskaber for at gøre den sammenlignelig med den aktuelle, vil der blive udformet en note om den respektive fremgangsmetode.

3.2.2 Reformulering af balancen

Reformulering af balancen for PEB Erhverv fremgår af bilag 2.

Reformulering af balancen foretages for at analysere og klargøre, hvordan virksomheden generer sit overskud (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 68). I reformuleringen opdeles virksomhedens passiver og aktiver i hhv. drifts- og finansieringsaktiviteterne (C. V. P. & T. Plenborg, 2012). Dette gøres for at vurdere og analysere PEB Erhvervs værdiskabende evne samt at undersøge, hvordan PEB Erhverv har rejst sin kapital, og hvordan de anvender denne rejste kapital til at skabe værdi i virksomheden.

For at en post kvalificeres som et aktivt skal den imødekomme tre betingelser (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, pp. 70–71):

- 1) Aktivt skal være kontrolleret af virksomheden
- 2) Aktivt er kommet som følge af en tidligere begivenhed
- 3) Aktivt forventes at skabe fremtidige økonomiske fordele til virksomheden.

Desuden skal et aktivs værdi være målbart for at kunne blive anført i balancen.

Følgende ligninger gør sig gældende i den reformulerede balance for PEB Erhverv:

1. Investeret kapital = Ordinær Egenkapital + Netto Finansielle forpligtelser
 - i. $EK = NDA - NFF - MIN$ (for regnskabsårene 2012-2015)
 - ii. $EK = NDA - NFF = \text{Ordinær Egenkapital}$ (for regnskabsåret 2016)
2. $NDA = \text{langtidsfristede aktiver} + \text{Kortidsfristede aktiver} - \text{Ikke rentebærende gæld}$
3. $NFF = \text{Rentebærende gæld} + \text{Rentebærende aktiver}$

3.2.3 Reformulering af resultatopgørelsen

Reformulering af resultatopgørelsen for PEB Erhverv fremgår af bilag 3.

Bevæggrunden for at reformulere resultatopgørelsen er at skabe en mulighed for at spore kilderne til virksomhedens totalindkomst (Sørensen, 2012, p. 168). Ved reformuleringen af PEB Erhverv deles resultatopgørelsen op i driftsoverskud og netto finansielle omkostninger, da begge parametre indgår i PEB Erhvervs nøgletalsberegning.

Følgende ligninger gør sig gældende i den reformulerede resultatopgørelse for PEB Erhverv:

1. $NOPAT = EBIT - \text{Skat på EBIT}$
2. $\text{Totalindkomsten} = \text{Samlet driftsoverskud} - \text{samlede nettofinansielle forpligtelser} - MIN - \text{Dirty Surplus}$

3.2.4 Reformulering af egenkapitalopgørelsen

Ved reformulering af PEB Erhvervs egenkapitalopgørelse opsummeres alle posteringer og transaktioner, som har indvirkning på investorens egenkapital i virksomheden (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 209). Ved reformuleringen inddeles de forskellige posteringer i hhv. totalindkomsten og transaktioner med ejerne. Ved at opdele den reformulerede egenkapitalopgørelse på denne måde opnås et clean surplus accounting, da de direkte transaktioner, der har været med ejerne, bliver fjernet (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 210). De direkte transaktioner, der har fundet sted med ejeren, også kaldet financial dirty surplus, bliver posteret i den reformulerede resultatopgørelse for at opnå clean surplus accounting.

Tabel 1: PEB Erhvervs reformulerede egenkapitalopgørelse

Reformuleret egenkapital i tkr.	2012	2013	2014	2015	2016
Egenkapital primo saldo	23.851	32.661	36.556	21.050	35.794*
transaktioner med ejerne					
Betalt ekstraordinært udbytte			- 21.000		- 12.040
Udloddet udbytte fra tilknyttede virksomheder	-	-			-
Transaktioner med ejerne i alt	-	-	- 21.000	-	- 12.040
Totalindkomst					
Selskabskapital**	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
salg af minoritetsandele***					1.489
Øvrige egenkapitalsbevægelser				-	63
Forslag til resultatdisponering	8.810	3.895	5.494	10.753	16.411
Totalindkomst i alt	8.810	3.895	5.494	10.753	17.837
Egenkapital ultimo saldo	32.661	36.556	21.050	31.803	41.591
Dirty surplus udregning	2012	2013	2014	2015	2016
Egenkapital primo saldo	23.851	32.661	36.556	21.050	35.794
salg af minoritetsandele***	-	-	-	-	1.489
Øvrige egenkapitalsbevægelser	-	-	-	-	- 63
Forslag til resultatdisponering	8.810	3.895	5.494	10.753	16.411
Egenkapital ultimo saldo	32.661	36.556	42.050	31.803	53.631
Dirty surplus	-	-	- 21.000	-	- 12.040

*Primo 2016's egenkapital afviger fra PEB Erhvervs egenkapital ultimo 2015 grundet ændret regnskabspraksis.

** Selskabskapitalen bliver i den reformulerede egenkapitalopgørelse ikke tillagt årligt, men er blot en konstant

*** Grundet ny regnskabspraksis er denne post kun aktuel i regnskabsåret 2016.

3.3 Nøgletalsanalyse

Nøgletalsanalysen har til formål at måle og klarlægge PEB Erhvervs sundhedstilstand. Disse nøgletal udtrykker et væsentligt sammenspil i PEB Erhvervs økonomi, og en veludført nøgletalsanalyse kan give en velbegrundet årsag og begrundelse for PEB Erhvervs økonomiske udvikling (Sørensen, 2012, p. 209). Til at lave denne nøgletalsanalyse bruges den udvidede nøgletalsmodel af Dupont-pyramiden, som bliver delt op i tre rentabilitetsanalyseniveauer (Sørensen, 2012, p. 210). Forklaringen af disse niveauer vil blive beskrevet inden hvert af de respektive afsnit. Årsagen til valget af den udvidet model skyldes ønsket om at analysere egenkapitalforrentningen ROE og ikke blot afkastningsgraden ROIC, som udelukkende bliver udregnet og analyseret i den ordinære Dupont-pyramide.

Ved udførelsen af den udvidet Dupont-pyramide bliver der afdækket følgende (Sørensen, 2012, p. 210):

- Rentabilitet
- Soliditet
- Likviditet (risiko)

De vigtigste nøgletal vil i dette kapitel blive dekomponeret og analyseret.

Som tilføjelse til den udvidet Dupont-pyramide vil der også blive udført en vækstanalyse for PEB Erhverv. Denne vækstanalyse vil afdække og vise, hvordan PEB Erhvervs investeringer og rentabilitet har ændret sig over tid (Sørensen, 2012, p. 195).

Alle nøgletal, dekomponeringer og analyser vil danne grundlag for den fremtidige budgettering for PEB Erhverv.

3.3.1 Rentabilitetsanalyse niveau 1:

I den udvidet Dupont-pyramide niveau 1 udregnes PEB Erhvervs egenkapitalforrentningen ROE og dens underliggende drivere (Sørensen, 2012, p. 211). Ved dette opnås der en forhøjet transparens for PEB Erhvervs finansielle performance og en klargøring af, hvad der driver virksomhedens rentabilitet.

I niveau 1 opdeles virksomhedens driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter.

Tabel 2: Dupont-pyramiden niveau 1 for PEB Erhverv

Dupont-pyramidens niveau 1					
	2013	2014	2015	2016	2016*
ROIC	13,69%	21,84%	40,14%	36,95%	36,95%
FGEAR	-0,01	-0,01	-0,01	0,00	0,00
r	67,47%	86,31%	280,72%	-1762,55%	-1762,55%
SPREAD	-53,78%	-64,47%	-240,58%	1799,50%	1799,50%
MIA	0,79	0,83	0,94	1,05	0,87
ROE før MIN	14,23%	22,65%	42,58%	42,41%	42,41%
ROE	11,21%	18,88%	40,06%	44,60%	37,00%

* 2016's nøgletal er udregnet ved PEB Erhvervs nye regnskabspraksis, hvor 2016*'s nøgletal er udregnet på baggrund af den forhenværende regnskabspraksis. Dette er gjort for at måle, hvilken indflydelse den nye regnskabspraksis har på PEB Erhvervs nøgletal.

3.3.1.1 ROIC

Return On Invested Capital, eller ROIC, viser, hvor effektiv en virksomhed er til at omsætte sin kapital. Effektiviteten af virksomheden udregnes ved at måle afkastet på den investerede kapital ved brug af følgende formel (Sørensen, 2012, p. 211).

$$\text{ROIC} = \frac{\text{Samlet driftsoverskud}}{\text{Gns. netto driftsaktiver}}$$

En virksomheds ROIC viser med andre ord virksomhedens sundhed ved at analysere, hvad virksomheden har tjent på deres drift igennem deres investeret kapital.

PEB Erhverv har fra årsregnskabet 2013 til og med årsregnskabet 2015 haft en positiv udvikling i ROIC. Fra årsregnskabet 2015 til årsregnskabet 2016 forekom der et lille fald i ROIC, men de bibeholdte dog forsat en høj ROIC. For at kunne forklare, hvad der har drevet udviklingen af PEB Erhvervs ROIC, skal de to parametre, som indgår i udregningen, analyseres.

Tabel 3: Udvikling af PEB Erhvervs ROIC's bagvedliggende drivere

2013 = Indkes 100	2013	2014	2015	2016
Samlet driftsoverskud	100	138	239	286
Gns. netto driftsaktiver	100	86	82	106

Den positive udvikling af PEB Erhvervs ROIC fra 2013 til 2015 skyldes virksomhedens effektivisering af brugen af virksomhedens netto driftsaktiver. Dette ses ud fra den kraftige stigning

af virksomhedens driftsoverskud på over indeks 200 samt et fald i virksomhedens gennemsnitlige netto driftsaktiver. Dette betyder, at virksomheden har formået at generere et større driftsoverskud på trods af, at virksomhedens gennemsnitlige netto driftsaktiver er mindsket i perioden.

Fra 2015 til 2016 oplevede PEB Erhverv et marginalt fald i deres fortsat høje ROIC. Det marginale fald er båret af en stigning i PEB Erhvervs netto driftsaktiver, og dette giver udtryk for et gennemsnitlig fald af PEB Erhvervs effektive brug af deres netto driftsaktiver. Dog er dette en marginal ændring, og faldet kan formodentlig forklares ved, at den nylig investeret kapital i virksomhedens netto driftsaktiver skal modnes, før den kan generere driftsoverskud i samme grad, som de andre modne netto driftsaktiver.

Aswath Damodaran, som underviser Corporate Finance og værdiansættelse ved Stern School of Business ved New York Universitet, foretager analyser og undersøgelser af forskellige finansielle nøgletal for forskellige brancher på forskellige markeder. I januar 2018 har Damodaran foretaget en analyse af Vesteuropæiske virksomheders ROIC (Damodaran, 2018b). I industrien 'Real Estate (General/Diversified)' har Damodaran, på baggrund af analyse af 69 virksomheder i dette segment, udregnet en gennemsnitlig ROIC på 3,07 % (Damodaran, 2018b). Selvom PEB Erhverv formodentlig ikke er 100 % sammenlignelige med disse virksomheder, giver dette nøgletal stadig en god indikation af, at PEB Erhverv har en utrolig høj ROIC.

PEB Erhvervs høje ROIC giver også anledning til, at vores krav om, at virksomhedens ROIC skal være større end de gennemsnitlige vægtede kapitalomkostninger, WACC, er rigtig. Diskussion om og betydningen af dette vil blive beskrevet, efter virksomhedens WACC er udregnet.

3.3.1.2 Finansieringsaktiviteten

Finansieringsaktiviteten består af flere dele. Den første komponent af finansieringsaktiviteten, som vil blive analyseret og gennemgået, er den finansielle gearing. Den finansielle gearing udregnes på følgende måde (Sørensen, 2012, p. 212):

$$\text{FGEAR} = \frac{\text{Gns. netto finansielle forpligtelser}}{\text{Gns. ordinær egenkapital}}$$

Den finansielle gearing viser forholdet mellem en virksomheds gæld (netto finansielle forpligtelser) og virksomhedens egenkapital. Dette forhold giver indsigt i virksomhedens langtidssigtede likviditetsrisiko, som vil stige i takt med den finansielle gearing (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, pp. 63–64). Som det ses af PEB Erhvervs reformulerede balance, har PEB Erhverv ikke

nogen rentebærende gæld før regnskabsåret 2016 og selv her, er det et forholdsvis lille gælds-optag, virksomheden har foretaget (bilag 2).

Dette medfører, at PEB Erhvervs finansielle gearing i alle årene er ≈ 0 . I overført betydning betyder dette, at for hver krone PEB Erhverv investerer, optages der et lån på ≈ 0 kroner, hvilket betyder, at PEB Erhverv er omtrent 100 % selvfinansieret, og den langtidssigtede likviditetsrisiko er næsten ikke eksisterende. Hvad dette betyder for værdien af PEB Erhverv, vil blive analyseret i kapitlet om virksomhedens soliditetsgrad.

Den anden komponent i finansieringsaktiviteten er den gennemsnitlige lånerente i %, hvor 'r' bruges som betegnelse herfor. 'r' udregnes som forholdet mellem netto finansielle omkostninger og gennemsnitlige netto finansielle forpligtelser ved brug af følgende formel (Sørensen, 2012, p. 212).

$$r = \frac{\text{Netto finansielle omkostninger}}{\text{Gns. netto finansielle forpligtelser}}$$

Som det ses af tabel 2 er 'r' ekstrem volatil. Dette skyldes, at både størrelsen af de netto finansielle omkostninger og størrelsen af de gennemsnitlige netto finansielle forpligtelser er forholdsvis små. Dette medvirker, at 'r' har nogle utrolige kraftige udsving, på trods af nogle små ændringer i regnskabet. I 2016 er der en ekstrem stor ændring i 'r', og dette skyldes en forholdsvis markant ændring i de netto finansielle omkostninger. Den markante ændring i netto finansielle omkostninger er båret af en indtægt på over 2 mio. kr. fra kapitalandele i tilknyttede virksomheder, samt den rentebærende gæld overstiger de rentebærende aktiver i dette år (*Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S årsrapport, 2016*). I de foregående år er r positiv, og dette skyldes, at PEB Erhvervs rentebærende aktiver er større end deres rentebærende gæld. Når en virksomhed har netto finansielle aktiver fremfor netto finansielle forpligtelser, vil en virksomhed oftest se et positivt afkast på deres finansieringsaktiviteter

Den næste komponent af finansieringsaktiviteten er SPREAD, som udregnes som forskellen mellem ROIC og r (Sørensen, 2012, p. 212):

$$\text{SPREAD} = \text{ROIC} - r$$

SPREAD belyser PEB Erhvervs nettolåneomkostninger i procent.

Som det ses af tabel 2, har SPREAD nogle utrolige store udsving, hvilket skyldes den ekstremt volatile gennemsnitlige lånerente. Den positive r medvirker, at SPREAD er negativ de første år, og i 2016, hvor r er ekstremt negativ, får vi en utrolig høj positiv SPREAD. Normalt er en positiv SPREAD ensbetydende med, at en øget gearing vil have en positiv effekt for virksomheden, da

denne virksomhed har formået at opnå et højere afkast på deres investeringer end lånerenten. Da PEB Erhvervs SPREAD er negativ, fortæller det i teorien, at en øget gearing har en negativ effekt for PEB Erhverv. Dog er dette ikke tilfældet af to årsager. Den første årsag er, at størrelsesforholdet på parametrene bagved de to komponenter er vidt forskellige, og dette medfører, at små ændringer i parametrene bag SPREAD har en kæmpe indflydelse på komponenten SPREAD, hvorimod dette ikke er gældende for ROIC. Med andre ord er SPREAD meget mere letpåvirkelig end ROIC. Den anden årsag er, at den finansielle gearing, lidt abnormt, er negativ i regnskabsårene 2013 – 2015, hvilket medfører, at en negativ SPREAD, i de samme år, har en positiv effekt PEB Erhvervs på ROE. PEB Erhvervs SPREAD er positiv for regnskabsåret 2016, og dette betyder i teorien, at PEB Erhverv har formået at øge deres afkast på deres investeringer i sådan en grad, at det overstiger deres gennemsnitlige lånerente i %. De samme forhold gør sig dog gældende i dette år, og resultatet er selvfølgelig påvirket af de samme parametre.

3.3.1.3 MIA

MIA er minoritetsaktionærernes andel og udregnes ved følgende formel (Sørensen, 2012, p. 212):

$$MIA = \frac{Totalindkomst/Totalindkomst \text{ før MIN}}{Gns. EK/(Gns. EK + Gns. MIN)}$$

Hvis MIA er lig med 1, betyder dette, at minoritetsaktionærernes og de ordinære aktionærer opnår den samme forrentning på deres investerede kapital (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 118). Hvis MIA er over 1, betyder dette, at de ordinære aktionærer opnår en højere ROE end minoritetsaktionærerne og vice versa.

3.3.1.4 ROE før MIN og ROE

ROE eller Return on Equity udregnes på følgende måde (Sørensen, 2012, p. 212):

$$ROE \text{ før MIN} = ROIC + [FGEAR * (ROIC - r)]$$

$$ROE = ROE \text{ før MIN} * MIA$$

PEB Erhvervs værdiskabelse for deres aktionærer handler om at maksimere deres afkast på egenkapitalen, altså at maksimere ROE. ROE viser dermed overskuddets størrelse, ift. de resourcer aktionærerne har indskudt i virksomheden (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 64). Dette indskud kan både være et resultat af et kapitalindskud eller et overført resultat i form af et opsparet overskud i virksomheden.

Som det ses af tabel 2, er MIA mindre end 1 i regnskabsårene 2013 – 2015, hvilket betyder, at minoritetsaktionærerne i PEB Erhverv opnår et højere ROE i disse år end de ordinære aktionærer, hvor det modsatte gør sig gældende i 2016.

ROE efter MIN måler afkastet til virksomhedens ordinære aktionærer eller ejerne, efter alle andre kapitalindskydere er blevet tilgodeset. ROE er steget i alle regnskabsårene fra 11,21 % i 2013 til 40,60 % i 2015. Dette viser, at PEB Erhverv er blevet bedre til at maksimere deres egenkapitalforrentningen. Vi kan endvidere se ved brug af den nye regnskabspraksis i 2016, at ROE også er steget i dette år for PEB Erhverv. Det samme gør sig dog ikke gældende ved brug af den gamle regnskabspraksis, da der ved brug af denne metode sker et fald i ROE. Dette skyldes, at der ved den gamle regnskabsmetode skal fratrækkes ca. 3.900 t.kr. fra PEB Erhvervs resultat samt tilføjes ca. 7.300 t.kr. i minoritetsinteresser på PEB Erhvervs balance.

Vi kan se, at ROE følger ROIC pænt alle årene. Dette skyldes, at PEB Erhvervs FGEAR er utrolig lav og derfor har en meget lille implikation på virksomhedens ROE. Med andre ord, er PEB Erhvervs ROE primært drevet af deres driftsaktiviteter og i mindre grad af deres finansieringsaktiviteter.

Ved at se på Damodarans analyse af Vesteuropæiske virksomheder, kan vi se, at for industrien 'Real Estate (General/Diversified)' gennem anvendelsen af Damodarans analyse af 69 virksomheder er fremfundet en gennemsnitlig ROE på 12,43 % (Damodaran, 2018b). Dette er med til at vise, at PEB Erhverv har en høj ROE, ift. nogle formentlig forholdsvis sammenlignelige virksomheder.

3.3.1.5 Soliditetsanalyse

PEB Erhvervs soliditetsgrad kan udregnes ved følgende formel (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 158):

$$\text{Soliditetsgrad} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Nettodriftsaktiver}}$$

Soliditetsgraden viser PEB Erhvervs kapitalstruktur (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 158). Soliditetsgraden er båret af egenkapitalen og nettodriftsaktiverne (NDA), som er en virksomheds aktiver fratrasket virksomhedens driftsmæssige forpligtelser (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, pp. 73–75).

En virksomheds soliditet viser, hvor stor en del af virksomhedens aktiver, der er finansieret af egenkapitalen, og dermed indirekte, en virksomheds evne til at modstå potentielt tab. Som det

ses af tabel 4, er PEB Erhverv 100 % selvfinansieret, og dette resulterer i, at virksomheden har en lav økonomisk risiko og er modstandsdygtig. En høj soliditet kan dog i nogle tilfælde være et resultat af manglende udvikling eller få/ingen investeringer fra virksomhedens side (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 159). PEB Erhverv har som det ses af Netto Driftsaktiverne i tabel 4, haft en svingende grad af Netto Driftsaktiver. Stigningen fra 2014 til 2016 indikerer, at truslen om manglende udvikling eller investeringer formodentlig ikke gør sig gældende for PEB Erhverv.

Tabel 4: *Udvikling af PEB Erhvervs Soliditetsgrad og de bagvedliggende drivere*

Soliditetsgrad t.kr.	2012	2013	2014	2015	2016
Netto Driftsaktiver	34.170	39.107	24.121	35.622	41.998
Egenkapital	34.548	39.477	24.561	35.793	41.591
Soliditetsgrad	101%	101%	102%	100%	99%

For at undersøge om, det er branchetypisk at have en soliditetsgrad på 100 %, er der foretaget en undersøgelse af virksomheder i samme branche i Danmark og deres soliditetsgrad. Som det ses af tabel 5, er det unikt, at PEB Erhverv har en soliditetsgrad på 100 %. Dog har de sammenlignelige virksomheder en forholdsvis høj soliditetsgrad, så forskellen er ikke så markant, som man kunne forvente.

Tabel 5: *Sammenlignelige virksomheders ift. branche - soliditetsgrader*

Nøgletal 2016	Soliditetsgrad
Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	99%
Sadolin & Albæk A/S	67%
Kraer Erhverv ApS	66%
Catella Property Denmark A/S	61%
Nybolig Erhverv København A/S	61%
Lintrup & Norgart A/S	61%
Ejendomsrådgiverselskabet Thorkild Kristensen Erhverv	58%
Newsec Egeskov & Lindquist A/S	50%
CBRE A/S	42%
Colliers International Danmark A/S	13%
Red Property Advisers P/S	2%

3.3.2 Rentabilitetsanalyse niveau 2:

I rentabilitetsanalysen niveau 1 blev ROE dekomponeret. Dekomponering blev udgjort af driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter. I niveau 2 vil vi dekomponere ROIC for at få en bedre

forståelse af PEB Erhvervs bagvedliggende evne til at skabe værdi. Vi dekomponerer ROIC i overskudsgraden (OG), og omsætningshastigheden (AOH). Den følgende formel gør sig gældende (Sørensen, 2012, p. 216):

$$\text{ROIC} = \frac{\text{Samlet driftsoverskud}}{\text{Gns. netto driftsaktiver}} = \frac{\text{Samlet driftsoverskud}}{\text{Nettoomsætning}} * \frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Gns. netto driftsaktiver}}$$
$$\text{ROIC} = \text{Overskudsgrad} * \text{Omsætningshastighed}$$

En virksomheds overskudsgrad fortæller, hvor stort et overskud, der bliver genereret ved én krones salg (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 107). Denne value driver bruges som et mål til at vurdere og analysere virksomhedens indtægts- og omkostningstilpasning. Som det ses af tabel 6, har PEB Erhverv haft en stigende overskudsgrad i de analyserede regnskabsår. Den stigende overskudsgrad er en indikation af en bedre indtægts- og omkostningstilpasning, i og med virksomheden har formået at generere en proportionelt større indtægt end omkostning.

En virksomheds omsætningshastighed bruges som et mål til at vurdere og analysere virksomhedens kapitalintensitet og kapitaltilpasning (Damodaran, 2012, p. 250). Omsætningshastigheden måler med andre ord salg pr. kr. investeret i virksomhedens netto driftsaktiver. PEB Erhvervs stigende omsætningshastighed i regnskabsårene indikerer et forhøjet aktivitetsniveau samt en forhøjet gennemløbshastighed for hver enkelt vare eller service.

PEB Erhvervs inverse AOH udregnes ved brug af følgende formel (Sørensen, 2012, p. 224):

$$\text{Invers AOH} = \text{AOH}^{-1}$$

Den inverse AOH fortæller os, hvor stor en del PEB Erhverv har bundet i deres netto driftsaktiver for at skabe én krones salg. Den faldende inverse omsætningshastighed indikerer, at PEB Erhverv er blevet bedre til at udnytte deres nettodriftsaktiver til at skabe omsætning.

Tabel 6: Dekomponering af ROIC

Dekomponering af ROIC	2013	2014	2015	2016
OG	6,97%	8,34%	11,63%	12,65%
AOH	1,96	2,62	3,45	2,92
Invers AOH	50,91%	38,17%	28,97%	34,23%
ROIC	13,69%	21,84%	40,14%	36,95%

Som det ses af den overstående tabel, udgør overskudsgraden den største del af virksomhedens ROIC. Denne sammenhæng indikerer, at PEB Erhverv befinder sig i en branche med kapitalintensive virksomheder. I sådan en branche, med store faste omkostninger og investeringer, er

der ofte en øvre grænse for virksomhedernes omsætningshastighed (Damodaran, 2012, p. 253). Her skal virksomhederne, for at kunne genere kapital, være i stand til at øge og fastholde høje overskudsgrader. Dog vurderes det ikke at virksomhederne i PEB Erhvervs branche, og PEB Erhverv selv, udelukkende skal fokusere på deres overskudsgrad, men derimod en kombination af både deres overskudsgrad og omsætningshastighed, hvor deres primære fokus bør ligge på overskudsgraden. I tabel 7 ses virksomhedernes strategiske fokus ud fra branchens kapitalintensitet, hvor PEB Erhverv vurderes til at ligge i branchen med mellem til høj kapitalintensitet (Sørensen, 2012, p. 220).

Tabel 7: *Virksomheders strategiske fokus ud fra branchens kapitalintensitet*

Virksomhedernes strategiske fokus		
Branchens kapitalintensitet	Konkurrenceforhold	Strategisk fokus
Høj	Monopol	Overskudsgrad
Mellem	Oligopol eller monopolistisk konkurrence	Overskudsgrad, omsætningshastighed eller en kombination heraf
Lav	Fuldkommen konkurrence	Omsætningshastigheden

3.3.3 Rentabilitetsanalyse niveau 3:

I rentabilitetsanalysen niveau 3 vil der blive foretaget en dekomponering af overskudsgraden og omsætningshastigheden. Dette gøres for at finde og analysere komponenternes underliggende value drivers.

3.3.3.1 Overskudsgraden

For at få en bedre forståelse for, hvad der ligger bagved, PEB Erhvervs overskudsgrad, er vi nødt til at systematisere de bagvedliggende komponenter, så vi får dannet et overblik over virksomhedens omkostningsstruktur. Følgende formler gør sig gældende i udregningen af tabel 8 (Sørensen, 2012, p. 221):

$$\text{EBITDA} - \text{margin} = \frac{\text{Nettoomsætning} - \text{Driftsomkostninger (minus afsk \& amor.)}}{\text{Nettoomsætning}}$$

$$\text{EBIT} - \text{margin} = \frac{\text{Driftsoverskuddet fra salg før renter og skat (EBIT)}}{\text{Nettoomsætning}}$$

$$\text{NOPAT} - \text{margin} = \frac{\text{Driftsoverskuddet fra salg efter skat (NOPAT)}}{\text{Nettoomsætning}}$$

Tabel 8: Dekomponering af OG

Overskudsgradens underliggende drivere					
Niveau 3 - OG	2012	2013	2014	2015	2016
Nettoomsætning	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Driftsomkostninger	-90,26%	-90,09%	-88,58%	-84,39%	-83,47%
EBITDA-margin	9,74%	9,91%	11,42%	15,61%	16,53%
Af- og nedskrivninger af materielle og immaterielle aktiver	-1,21%	-0,35%	-0,10%	-0,08%	-0,09%
EBIT-margin	8,53%	9,56%	11,32%	15,53%	16,43%
Skat på EBIT	-2,48%	-2,59%	-2,98%	-3,90%	-3,79%
NOPAT-margin	6,05%	6,97%	8,34%	11,63%	12,65%
Samlet OG	6,05%	6,97%	8,34%	11,63%	12,65%

EBITDA-margin fortæller os om PEB Erhvervs mark-up, som er virksomhedens fortjeneste på sine produkter eller services (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 50). Udviklingen af PEB Erhvervs EBITDA-margin fortæller os, at PEB Erhverv har formået at øge deres fortjeneste, ret markant, de seneste 5 regnskabsår. De er gået fra en EBITDA-margin på 9,74 % i 2012 til en margin på 16,53 % i 2016. Ud fra tabel 9, som viser udviklingen af PEB Erhvervs driftsomkostninger, kan vi se, at stigningen af EBITDA-margin primært er drevet af en statisk driftsomkostning og i en mindre grad af andre eksterne omkostninger. Personaleomkostningerne følger nettoomsætningsudviklingen og har derfor en marginal påvirkning på udviklingen af PEB Erhvervs EBITDA-margin, selvom denne post fylder størstedelen af PEB Erhvervs samlede driftsomkostninger.

Tabel 9: Årlig procentuel udvikling af PEB Erhvervs driftsomkostninger

EBITDA-margin - driftsomkostninger				
Udvikling af driftsomkostningerne	2013	2014	2015	2016
Nettoomsætning	14%	15%	24%	10%
Driftsomkostninger	-3%	-7%	2%	15%
andre eksterne omkostninger	24%	18%	14%	0%
Personaleomkostninger	17%	18%	25%	10%

PEB Erhvervs EBIT-margin bruges til at vurdere virksomhedens lønsomhed for deres kerneaktivitet. Som vi kan se, er denne lønsomhed/margin steget i takt med EBITDA-margin. EBIT-margin er dog steget i en lidt større grad, da virksomhedens af- og nedskrivninger af materielle og immaterielle anlægsaktiver er faldet i løbet af regnskabsårene (*Reformulering af balancen for PEB Erhverv fremgår af bilag 2*).

NOPAT-margin er lig med virksomhedens samlede overskudsgrad, da der ikke er nogen udsædvanlige driftsposter efter skat (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 73).

3.3.3.2 Omsætningshastigheden

Dekomponeringen af omsætningshastigheden hjælper med at belyse virksomhedens evne til at udnytte deres driftsaktiver effektivt (Damodaran, 2012, p. 253). Ved denne dekomponering får vi mulighed for at analysere og vurdere PEB Erhvervs kapitaltilpasning. I tabel 10 ses dekomponeringen af PEB Erhvervs omsætningshastighed.

Tabel 10: *Dekomponering af PEB Erhvervs omsætningshastighed i kr.*

Omsætningshastighedens underliggende drivere				
Niveau 3 AOH	2013	2014	2015	2016
Invers AOH	0,5091	0,3817	0,2897	0,3423
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	0,1267	0,1419	0,1659	0,1677
Tilgodehavender hos tilknyttede virksomheder	0,3753	0,2396	0,2089	0,3973
Andre tilgodehavender	0,0385	0,0322	0,0263	0,0191
Leverandører af varer og tjenesteydelser	0,0313	0,0327	0,0252	0,0255
Anden gæld	0,0000	0,0000	0,0000	0,0036
Invers OH for arbejdskapital	0,5092	0,3810	0,3758	0,5551
Arbejdskapital	1,9640	2,6247	2,6607	1,8016
immaterielle anlægsaktiver i alt	0,0029	0,0019	0,0010	0,0091
Materielle anlægsaktiver i alt	0,0015	0,0009	0,0005	0,0009
Ande tilgodehavender	0,0052	0,0049	0,0030	0,0025
Invers OH for anlægskapital	0,0097	0,0076	0,0044	0,0126
Anlægskapital	103,5468	130,7245	227,8475	79,6655
Kapitalstyring	0,5188	0,3886	0,3802	0,5676

Formlerne, der gør sig gældende i tabel 10 er følgende (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 108):

$$\text{Invers OH for arbejdskapital} = \frac{\text{Gns. arbejdskapital}}{\text{Nettoomsætning}}$$

$$\text{Invers OH for anlægskapital} = \frac{\text{Gns. anlægskapital}}{\text{Nettoomsætning}}$$

Som det ses af PEB Erhvervs arbejdskapitalstyring, har de formået i årene 2014 og 2015 at effektivisere dette, men er i 2016 kommet op på et niveau, som er højere end deres 2013 niveau, og har derved øget deres pengebinding i arbejdskapitalen i dette år. PEB Erhverv er nødt til, som virksomhed, at investere i deres arbejdskapital for at kunne udføre deres driftsaktiviteter, men kunsten ligger i at kunne gøre dette effektivt ved at holde et lavt niveau af arbejdskapitalen og stadig formå at generere omsætning, da dette vil medføre et bedre afkast af den investerede kapital (Sørensen, 2012, p. 224). Som det ses af tabel 10, har PEB Erhverv i 2016 55,51 øre bundet i deres arbejdskapital for at skabe én krones salg.

PEB Erhvervs forholdsvis store pengebinding i arbejdskapitalen skyldes primært posten "Tilgodehavender hos tilknyttede virksomheder". En pengebinding i sådan en grad i arbejdskapitalen samt den store forøgelse fra 2015 til 2016, kan være meget omkostningstungt for PEB Erhverv, da de dermed ikke kan investere deres penge andetsteds eller benytte dem på anden vis (Sørensen, 2012, p. 225).

Anlægskapitalstyringen består af styringen af de immaterielle anlægsaktiver, de materielle anlægsaktiver og andre langtidsfristede driftsaktiver (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 204). Som vi kan se i tabel 10 er PEB Erhvervs pengebinding i anlægskapitalen minimal. Der har dog været en stigning i PEB Erhvervs pengebinding i 2016 i deres immaterielle anlægsaktiver, hvilket skyldes en stigning i deres Goodwill. Denne stigning har dog ikke ændret radikalt i PEB Erhvervs anlægskapitalstyring, og det vurderes at PEB Erhverv er gode til at øge deres omsætning uden at have en markant pengebinding i anlægskapitalen.

3.3.3.3 Vækstanalyse

Vækstanalysen for PEB Erhverv belyser, hvordan deres nuværende rentabilitet har ændret sig, og hvordan denne vækst sker i relation til virksomhedens residualoverskud. Formlen, der gør sig gældende i tabel 11, er følgende (Sørensen, 2012, p. 230):

$$RI_t = \text{Nettooverskud}_t - (r_e * EK_{t-1})$$

Tabel 11: Vækstanalyse for PEB Erhverv

t.kr	Vækstanalyse				
	2012	2013	2014	2015	2016
Totalindkomst til ordinære aktionærer	8.812	3.895	- 15.505	10.754	4.371
Ordinær egenkapital	34.548	39.477	24.561	35.793	
RI		226	- 19.697	8.146	570
R_e (Ejernes afkastkrav)	10,62%	10,62%	10,62%	10,62%	10,62%

* Ejernes afkastkrav bliver gennemgået og beregnet i afsnittet om WACC.

Residualoverskuddet måler den påkrævet tilvækst i PEB Erhvervs egenkapital til at dække deres egenkapitalomkostningerne/kapitalomkostningerne (Sørensen, 2012, p. 230). Residualoverskuddet bliver også refereret til som det overnormale overskud, og viser det overskud, der overstiger det normaloverskud, der skal til for at tilfredsstille ejernes afkastkrav. Derved kan det udledes, at der ved et positivt residualoverskud i 2015 og i 2016, er skabt en større værdi end afkastkravet, hvilket indikerer, at PEB Erhverv er gode til at skabe vækst i deres profit.

3.4 Delkonklusion

PEB Erhverv har de seneste 5 år formået at øge deres nettoomsætning ret markant. De er gået fra at have en nettoomsætning på 63 mio. kr. i 2012 til 113 mio. kr. i 2016, hvilket er en stigning på 80 %. Årets resultat har næsten i alle årene udviklet sig proportionelt med nettoomsætningen, på nær i 2013, hvor der året før har været en abnormal stor post på Indtægter af andre kapitalandele, værdipapirer og tilgodehavender, der er anlægsaktiver.

Virksomhedens nøgletal, som blev analyseret ved brug af den udvidet Dupont-model, bærer også præg af fremgang og udvikling. Virksomhedens ROIC har gennemgået en positiv udvikling i alle årene og har kun oplevet et lille fald imellem regnskabsårene 2015 og 2016. Virksomhedens ROIC er i 2016 ca. 37 %, hvilket overgår branchens gennemsnitlige ROIC på 3 % ret markant (Damodaran, 2018b). PEB Erhvervs ROIC er primært drevet af en stigning i det samlede driftsoverskud.

PEB Erhvervs ROE har oplevet den samme udvikling som ROIC. Dette skyldes, at PEB Erhvervs ROE primært bliver udgjort af driftsaktiviteterne (ROIC) og i mindre grad af deres finansieringsaktiviteter. Den positive udvikling af ROE viser, at PEB Erhverv er blevet bedre til at skabe værdi for deres aktionærer, i og med de maksimerer deres afkast på egenkapitalen.

Ved undersøgelse af PEB Erhvervs soliditet blev det konkluderet, at PEB Erhverv er $\approx 100\%$ selvfinansieret. Ved videre undersøgelse blev det konkluderet, at det ikke var branchetypisk at have en soliditetsgrad på 100% , og at PEB Erhverv var unik på dette område.

I Dupont pyramidens niveau 2 kunne vi se, at PEB Erhverv i nøgletalsanalyseårene har oplevet en stigende overskudsgrad og omsætningshastighed. Virksomhedens ROIC blev primært drevet af deres overskudsgrad, hvilket vi konkluderede, skyldtes branchens kapitalintensitet. Den stigende overskudsgrad er drevet af en proportionel større stigning i PEB Erhvervs nettoomsætning i forhold til deres driftsomkostninger. PEB Erhvervs omsætningshastighed er steget i alle årene på nær i 2016, hvor virksomheden øgede pengebindingen i deres arbejdskapital. Den øget pengebinding i arbejdskapitalen har været ret markant og er gået fra 37,58 øre pr. kronen salg i 2015, til 55,51 øre pr. kronen salg i 2016. PEB Erhvervs pengebinding i anlægskapitalen er lav i alle årene.

Nedenfor i tabel 12 ses en SWOT analyse lavet for PEB Erhverv som hjælp til at danne et hurtigt overblik over PEB Erhvervs finansielle situation.

Tabel 12: SWOT analyse for PEB Erhverv

Styrker	Svagheder
- Stærk soliditetsgrad. - Høj ROIC - Høj ROE - Stigende overskudsgrad	- Stor pengebinding i arbejdskapitalen - Høje personaleomkostninger
Muligheder	Trusler
- Øge omsætningshastigheden - Ændring af kapitalstruktur	- Makroøkonomiske forhold

3.4.1 Tydeliggørelse af betingelser for valg af virksomhed

PEB Erhverv skulle opfylde følgende 3 krav, for at kunne opfylde vores betingelser for valg af virksomhed (Parum, 2016, p. 342). Nedenfor vil der blive redegjort for de tre spørgsmål, der skulle kunne svares ja til:

- 1) Genererer virksomheden et positivt frit cash flow, og er det sandsynligt, at de også vil generere et fremtidigt positivt frit cash flows?
- Som det ses af PEB Erhvervs reformulerede balance (bilag 2) og deres reformulerede resultatopgørelse (bilag 3), kan vi se, at deres driftsoverskud efter skat overgår deres

investeringer i nettodriftsaktiver, og dette viser et historisk positivt frit cash flow og lægger op til forventningen om, at det fremtidige frie cash flow også er positivt

2) Er virksomhedens soliditetsgrad fornuftig?

- Virksomheden har en soliditetsgrad på 100 %. Derfor antages dette krav at være opfyldt

3) Har virksomheden en størrelse kapital, der indikerer, at de kan modstå uforudsete negative hændelser, og midler nok til at kunne gribe større uforudsete muligheder?

- Som det kan ses af virksomhedens egenkapitals opgørelse i tabel 1, har PEB Erhverv den fornøden kapital.

PEB Erhverv opfylder dermed alle de opstillede krav for vores valg af virksomhed.

3.5 Budgettering

Budgetteringen for PEB Erhverv har til formål at skabe det fremtidige estimerede cash flow for virksomheden. Virksomhedens fremtidige frie cash flow er mængden af likvider, virksomheden har mulighed for at udbetale til dens investorer, efter virksomheden har foretaget alle de nødvendige investeringer for at skabe vækst (Parum, 2016, p. 412). Denne budgettering af det fremtidige frie cash flow danner grundlag for værdiansættelsen af PEB Erhverv ved brug af DCF-modellen, da det fremtidige frie cash flow tilbagediskonteres for at finde virksomhedens estimerede værdi (Sørensen, 2012, p. 249).

Budgetteringen bliver udformet udelukkende ved brug af kvantitative data. Kvantitative prognoser kan anvendes, hvis følgende tre kriterier er opfyldt (Makridakis, C. Wheelwright, & J. Hyndman, 1998, p. 9):

- 1) Historisk information er tilgængeligt.
- 2) Denne information kan kvantificeres i form af numeriske data.
- 3) Det kan forventes at nogle af de historiske aspekter, af tidligere tendenser, vil fortsætte i fremtiden (antagelsen om kontinuitet).

Alle kriterier anses som værende opfyldt, og en kvantitativ prognose anses derfor, som værende anvendelig og pålidelig, i skabelsen af PEB Erhvervs fremtidige frie cash flow.

3.5.1 Budgetperioden

Varigheden af budgetperioden for virksomheden er relevant, da dette har en stor indflydelse på den estimerede værdi af virksomheden samt validiteten af den funden værdi. Fra et teoretisk synspunkt ville en uendelig budgetperiode med antagelsen om, at going concern princippet værende opfyldt, være at fortrække (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 366). Hvis dette kunne lade sig gøre og var realistisk, ville Efficient Market Hypothesis (EMH) være gældende (Bodie et al., 2014, p. 349). Denne teori/hypotese fortæller om, at alle kurser og værdier, 100 % reflekterer alt tilgængelig information i markedet, og at der ikke er mulighed for arbitrage (Bodie, Kane, & J. Marcus, 2014, p. 351). Hvis denne teori var gyldig, ville vores udregnede værdi af PEB Erhverv give den helt nøjagtige markedsværdi af virksomheden. Denne teori er dog ofte kritiseret, og anses som at værende en utopi. På dette grundlag sættes derfor en begrænset budgetperiode, som oftest er mellem fem og 10 år, når man skal estimere det fremtidige frie cash flow for virksomheden, da dette minimerer usikkerheden for prognosen (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 214). Dette medfører også, at betegnelsen hedder "den estimerede markedsværdi" fremfor "markedsværdien".

Længden af budgetperioden for PEB Erhverv er valgt til fem år, da det forudsættes, at vækstraten for virksomheden er konstant efter denne periode (terminalperioden) (Parum, 2016, p. 413). Denne konstante vækstrate er ensbetydende med, at PEB Erhverv vurderes til at have opnået et steady state på det givende tidspunkt, og at en længere budgetperiode ikke vil ændre på den estimerede værdi eller øge sikkerheden af værdiansættelsen (Sørensen, 2012, pp. 250–251).

3.5.2 Budgetteringens drivere

3.5.2.1 Budgettering af omsætningsvæksten

Budgetteringen af PEB Erhvervs omsætningsvækst er en af de mest væsentlige komponenter, der budgetteres i værdiansættelsen. Da der ikke er nogen strategisk analyse i form af en branche-, makro eller virksomhedsanalyse, vil denne budgettering, som beskrevet, blive udført ved brug af kvantitative data fra PEB Erhvervs årsrapporter.

PEB Erhverv har i regnskabsårene, fra 2012 til 2015 oplevet en massiv vækst i nettoomsætningen. Denne vækst var i 2012 – 2013 på 14 %, og i 2014 – 2015 var denne vækst steget til 24 %. I regnskabsåret 2015 – 2016 var vækstraten faldet, men dog stadig positiv på 10 %. For at gøre

budgetteringen, af PEB Erhvervs nettoomsætning mere valid, vil budgetteringen tage udgangspunkt i antallet af PEB Erhvervs afdelinger i Danmark, da det er i disse afdelinger omsætningen bliver genereret. I nedenstående tabel kan vi se udviklingen af antallet af afdelinger hos PEB Erhverv, som er oplyst af virksomhedens årsrapporter.

Tabel 13: *Udvikling i PEB Erhvervs nettoomsætning og antallet af afdelinger*

Udvikling i nettoomsætning					
t.kr	2012	2013	2014	2015	2016
Nettoomsætning	63.095	71.965	82.814	103.101	113.364
vækst		14%	15%	24%	10%
Antal afdelinger	ukendt	ukendt	ukendt	10	15
Nettoomsætning pr. butik	ukendt	ukendt	ukendt	10.310	7.558

I overstående tabel, kan det udledes at PEB Erhverv fra 2015 til 2016 har ekspanderet ret markant, og det ses ved en øgning i antallet af afdelinger med 5 stk. Denne stigning i antallet af afdelinger har reduceret nettoomsætningen pr. afdeling fra ca. 10,3 mio. kr. i 2015 til 7,6 mio. kr. i 2016. Det antages, at faldet i den gennemsnitlige nettoomsætning pr. afdeling, skyldes at de nye afdelinger generer mindre omsætning, end de fast etableret, og ikke fordi der er sket et fald i den gennemsnitlige omsætning i de fast etableret afdelinger.

I 2015 niveau kan vi se, at PEB Erhvervs 10 fast etableret afdelinger genererede en gennemsnitlig nettoomsætning på 10.3 mio. kr. I året 2016 oplevede Danmark en vækst på 1,3 %, og det antages endvidere, at de 10 afdelinger hos PEB Erhverv oplevede samme vækst som resten af Danmark (Danmarks statistik, 2017). På baggrund af antagelsen om, at faldet i gennemsnitlig nettoomsætning skyldes nye afdelinger, samt at afdelingerne oplevede en vækst lig landsgennemsnittet, udregnes de 10 fast etableret afdelingers andel af nettoomsætningen i 2016 ved følgende formel og udregning (i t.kr.):

$$\begin{aligned}\text{Etableret afd. andel af nettooms. 2016} &= \text{Nettooms. 2015} * (1 + \text{markedsvækst})^n \\ &= 103.101 * (1 + 1,3 \%)^1 \\ &= \underline{\underline{104.441 \text{ mio. kr.}}}\end{aligned}$$

Dette betyder, at de fast etableret afdelinger, i gennemsnit, genererede 10.444 mio. kr. i omsætning i 2016. Det medfører endvidere at de 5 nye afdelinger i 2016 i gennemsnit genererede (i t.kr.):

$$\begin{aligned}\text{Ny afd. nettooms. 2016} &= \frac{\text{nettooms. 2016} - \text{Etableret afd. andel af nettooms. 2016}}{\text{Antallet af nye afdelinger}} \\ &= \frac{113.364 - 104.441}{5} \\ &= \underline{\underline{1.785 \text{ mio. kr.}}}\end{aligned}$$

Det antages, at de nye afdelinger i gennemsnit har opereret seks måneder i regnskabsåret 2016. Det estimeres endvidere, at det tager en ny afdeling tre år, før den generer samme omsætningsniveau som en fast etableret afdeling, i dens fjerde år. I de fire år, hvor de nye butikker bliver "etableret", forventes det, at butikkerne stiger procentuelt ens alle årene. Hvis de nye butikker havde opereret i hele regnskabsåret 2016, ville deres årsomsætning være lig = 1.785 mio. kr. * 2 = 3.570 mio. kr. og det er dette estimat, der vil blive taget udgangspunkt i, når vi udregner de følgende 2 års gennemsnitlige omsætningsvækst pr. nye butik, før det i 4. år generer den samme nettoomsætning, som en fast etableret butik.

For at udregne den gennemsnitlige vækst og derved deres gennemsnitlige nettoomsætning for de nye butikker bruges rentesregnings formel for kapitalfremskrivning, i 2016 priser (Formel.dk, 2018):

$$K = K_0(1 + r)^n$$

Hvor K er afdelings nettoomsætning efter den er fast etableret, K_0 er nettoomsætningen første år, r er gennemsnits væksten i % og n er antallet af terminer.

Den eneste ukendte faktor i denne ligning er r, og derfor omskrives formelen:

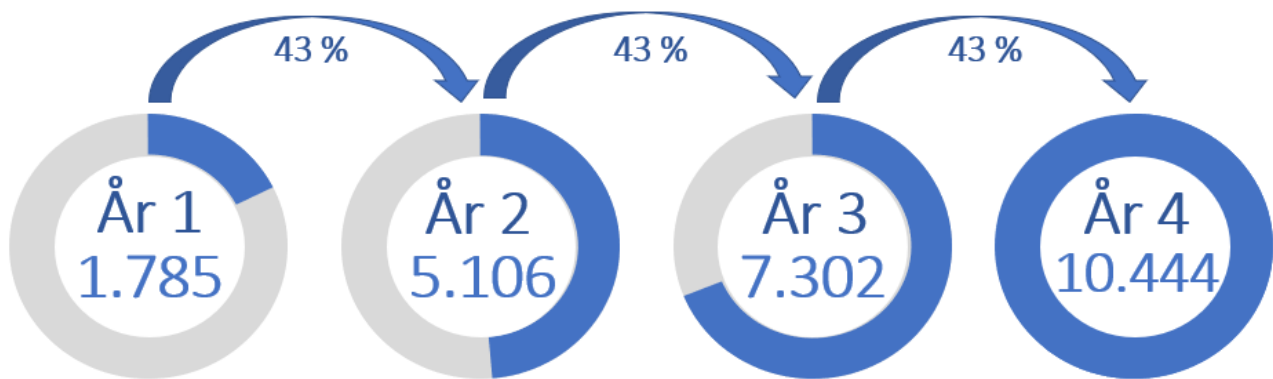
$$\begin{aligned}K = K_0(1 + r)^n &\Leftrightarrow \frac{K}{K_0} = (1 + r)^n \Leftrightarrow \sqrt[n]{\frac{K}{K_0}} = 1 + r \Leftrightarrow \sqrt[n]{\frac{K}{K_0}} = 1 + r \Leftrightarrow \sqrt[n]{\frac{K}{K_0}} - 1 = r \\ r &= \sqrt[n]{\frac{K}{K_0}} - 1\end{aligned}$$

Så ved at indsætte vores data, får vi vores gennemsnitlige omsætningsvækst i %

$$\begin{aligned}r &= \sqrt[3]{\frac{10.444 \text{ mio.kr}}{3.570 \text{ mio.kr}}} - 1 \\ r &= \underline{\underline{43,02 \%}}\end{aligned}$$

Dette medfører nu, at vi kan estimere de nye afdelingers omsætning, i de indledende år, inden de skaber en omsætning lig de fastetableret afdelinger. I nedenstående figur, ses udviklingen af nettoomsætningen for de nye afdelinger i 2016 tal.

Figur 7: oversigt over nye afdelingers nettoomsætnings udvikling i mio. kr.



* Den større udvikling fra år 1 til år 2 skyldes antagelsen om, at afdelingerne kun har været åbne halvdelen af år 1, og det tages der højde for i udregningen for år 2 og frem.

Den samlede nettoomsætning kan i budgetperioden nu udregnes ved følgende formel:

$$\begin{aligned} \text{Nettoomsætning}_n = & ((\text{gns. nettoomsætning for fast etablerede afdelinger} * \\ & \text{antal fastetableret afdelinger}) + \\ & (\text{gns. nettoomsætning for nye afdelinger år 1} * \text{antal nye afdelinger første år}) + \\ & (\text{gns. nettoomsætning for nye afdelinger år 2} * \text{antal nye afdelinger andet år}) + \\ & (\text{gns. nettoomsætning for nye afdelinger år 3} * \text{antal nye afdelinger tredje år})) \\ & * \text{markedsvæksten}^n \end{aligned}$$

Markedsvæksten bliver sat til 2 % i alle årene samt terminalperioden. Dette er besluttet på baggrund af OECD BNP-prognose for Danmark, hvor der i de kommende år er estimeret en markedsvækst for Danmark på $\approx 2\%$ (OECD, 2018).

Det indregnes i omsætningsudviklingen, at PEB Erhverv åbner en ny afdeling i 2017 samt 2018, og herefter ikke åbner flere afdelinger. Dette er bestemt ud fra en antagelse om, at PEB Erhverv vil opleve MRPL = MRCL ved eksakt 17 afdelinger og derved ikke vil drage fordel af at åbne flere afdelinger (M. Perloff, 2016, p. 513).

Ved at anvende de overstående antagelser, beregninger og formler, kommer udviklingen af PEB Erhvervs nettoomsætning til at se således ud:

Tabel 14: Budgettering af PEB Erhvervs omsætningsvækst i t.kr.

Budgettering af omsætningsvæksten							
	Budgetperiode						Terminalperiode
Antal afdelinger	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Nye afdelinger år 1	5	1	1	0	0	0	0
Nye afdelinger år 2	0	5	1	1	0	0	0
Nye afdelinger år 3	0	0	5	1	1	0	0
Fast etableret afdelinger	10	10	10	15	16	17	17
Samlet antal afdelinger	15	16	17	17	17	17	17
Nettoomsætning med indregnet markedsvekst på 2%							
Nye afdelinger år 1	8.925	1.821	1.857	0	0	0	0
Nye afdelinger år 2	0	26.041	5.312	5.419	0	0	0
Nye afdelinger år 3	0	0	37.985	7.749	7.904	0	0
Fast etableret afdelinger	104.440	106.529	108.659	166.249	180.879	196.027	199.948
Samlet nettoomsætning	113.365	134.390	153.814	179.416	188.783	196.027	199.948
Vækst i nettoomsætning		18,5%	14,5%	16,6%	5,2%	3,8%	2,0%

3.5.2.2 Budgettering af driftsomkostninger

Budgetteringen af PEB Erhvervs driftsomkostninger vil tage afsæt i PEB Erhvervs historiske overskudsgrad og dens underliggende value drivers, som blev udregnet og analyseret i Dupont-pyramidens niveau 3.

Først vil PEB Erhvervs OG før skat blive estimeret, hvilket betyder, at vi får budgetteret virksomhedens driftsoverskud før renter og skat (EBIT). Herefter vil selskabsskatten blive indregnet, hvilket fører til budgetteringen af virksomhedens core driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT).

PEB Erhvervs overskudsgrad før skat er fra 2012 til 2016 gået fra 8,53 % til 16,43 % (Tabel 8), hvilket er en markant stigning. PEB Erhverv estimeres til ikke at forsætte samme grad af udvikling de kommende år. I nedenstående tabel er budgetteringen af virksomhedens samlede overskudsgrad før skat udregnet ved brug af en opdeling af dens underliggende komponenter.

Tabel 15: PEB Erhvervs budgetterede samlede OG før skat

	Budgetperiode					Terminalperiode
Margin	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Nettoomsætning	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Driftsomkostninger	-15,0%	-15,0%	-14,0%	-14,0%	-14,0%	-13,0%
andre eksterne omkostninger	-19,0%	-19,0%	-19,0%	-18,0%	-18,0%	-18,0%
Personaleomkostninger	-59,0%	-58,0%	-58,0%	-57,0%	-57,0%	-57,0%
Afskrivninger	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-0,5%	-0,3%	-0,1%
Samlet OG før skat	6,0%	7,0%	8,0%	10,5%	10,7%	11,9%

PEB Erhvervs driftsomkostningsmargin ift. nettoomsætning var faldet markant i perioden 2012 – 2016 fra -21 % til -12%. Det vurderes grundet åbningen af de nye afdelinger, at denne post vil stige procentuelt større ift. nettoomsætning i budgetåret 2017. Herefter vil posten stagnere og falde en smule de kommende år, hvorefter den i terminalperioden sættes til en margin på -13 %. Denne margin reflekterer den margin, virksomheden havde i årene 2014 – 2016.

Det estimeres, at den samme trend gør sig gældende for PEB Erhvervs andre eksterne omkostninger. I 2017 sættes denne post til en margin på -19 %, hvilket er en forøgelse på -2 %-point i forhold til virksomhedens 2016 niveau. Dette niveau forventes at forblive statisk til og med budgetåret 2019, hvorefter posten nedsættes med 1 %-point, så margin falder til -18% i budgetåret 2020 og fremadrettet til og med terminalperioden.

PEB Erhvervs personaleomkostningsmargin forventes at stige stødt fra 2016 til første budgetår 2017. Dette skyldes den store forøgelse i antallet af afdelinger, samt at afdelingerne estimeres til ikke at genere normal nettoomsætning før deres fjerde år. Margin for personaleomkostninger vil herefter falde de kommende år, i takt med de nye afdelinger begynder at generer en nettoomsætning svarende til de i forvejen etableret afdelinger. I terminalperioden sættes personaleomkostningsmargin til -57 %.

PEB erhvervs afskrivningsmargin sættes til -1 % de første budgetår, hvorefter den estimeres til at falde, og sættes til 0,1 % i terminalperioden, hvilket afspejler deres historiske margin fra 2014-2016.

Samlet set bidrager dette, til at PEB Erhverv har en samlet overskudsgrad før skat (OG på EBIT) på 6 % i 2017, hvorefter den stiger til 11,9 % i terminalperioden, hvilket historisk minder om deres overskudsgrad i årene 2014 og i 2015.

For at budgettere PEB Erhvervs core driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT), skal virksomhedens pålægges selskabsskat og dette gøres ved brug af følgende formel:

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} * (1-t)$$

Hvor t er selskabsskat som er pålagt landets virksomheder. Selskabsskattesatsen reguleres af § 17, stk. 1, 1.pkt. efter LBK nr. 1164 af 06/09/2016 (selskabsskatteloven) som efter år 2016 sættes til 22 %.

Tabel 16: PEB Erhvervs budgetterede samlede core driftsoverskud fra salg efter skat

Budgettering af DO T.kr	Budgetperiode					Terminalperiode
	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Nettoomsætning	134.390	153.814	179.416	188.783	196.027	199.948
Driftsomkostninger	-20.159	-23.072	-25.118	-26.430	-27.444	-25.993
andre eksterne omkostninger	-25.534	-29.225	-34.089	-33.981	-35.285	-35.991
Personaleomkostninger	-79.290	-89.212	-104.061	-107.606	-111.736	-113.970
EBITDA	9.407	12.305	16.147	20.766	21.563	23.994
EBITDA-margin	7,0%	8,0%	9,0%	11,0%	11,0%	12,0%
Afskrivninger	-1.344	-1.538	-1.794	-944	-588	-200
EBIT	8.063	10.767	14.353	19.822	20.975	23.794
EBIT-margin	6,0%	7,0%	8,0%	10,5%	10,7%	11,9%
Selskabsskat	-1.774	-2.369	-3.158	-4.361	-4.614	-5.235
NOPAT	6.289	8.398	11.196	15.461	16.360	18.559
NOPAT-margin	4,7%	5,5%	6,2%	8,2%	8,3%	9,3%

3.5.2.3 Budgettering af netto driftsaktiver (NDA)

Budgetteringen af PEB Erhvervs netto driftsaktiver vil tage udgangspunkt i Dupont-pyramidens niveau 2 og 3. Som det kan ses af tabel 6, har PEB Erhvervs omsætningshastighed været stigende fra 2013 til og med 2015, hvorefter den i regnskabsåret 2016 faldt markant. Dette fald i omsætningshastighed, giver en indikation om, at PEB Erhverv har oplevet en faldende kapitaltilpasnings evne. PEB Erhverv har siden 2014 øget deres netto driftsaktiver med over 70 % (*Reformulering af balancen for PEB Erhverv bilag 2*). Den største udvikling i netto driftsaktiver skete fra 2014 – 2015 hvor stigningen var 48 %, hvor stigning fra 2015 – 2016 kun udgjorde 18 %. En lignende stigning forventes de første budgetår for PEB Erhverv, hvor netto driftsaktiverne sættes til en stigning på 15 % for budgetår 2017 og 2018. Efterfølgende forventes det at pengebindingen i nettodriftsaktiverne stagnerer en smule og herefter falder. Faldet i pengebindingen i nettodriftsaktiverne er ikke markant, og PEB Erhvervs pengebinding i deres netto driftsaktiver sættes derfor til 60 mio. kr. i deres terminalperiode.

Virksomhedens budgetterede omsætningshastighed kan ses i nedenstående tabel.

Tabel 17: PEB Erhvervs budgetterede omsætningshastighed

Dekomponering af ROIC	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
OG	4,7%	5,5%	6,2%	8,2%	8,3%	9,3%
AOH	2,98	2,97	3,05	3,06	3,22	3,32
Invers AOH	33,6%	33,7%	32,7%	32,7%	31,1%	30,2%
ROIC	13,9%	16,2%	19,1%	25,1%	26,8%	30,8%

Med en markant mindre overskudsgrad i 2017 i forhold til 2016, er virksomhedens ROIC faldet fra 36,9 % til 13,9 %, hvilket skyldes estimatet om en markant stigning i omkostninger grundet åbningen af nye afdelinger. Omsætningshastigheden er budgetteret til ikke at være speciel volatil, og stiger derfor i en mindre grad, fra 2018 frem til terminalperioden. I terminalperioden forventes PEB Erhvervs nøgletal at afspejle nøgletallene for 2015. I 2015 havde PEB Erhverv 11,7 % i overskudsgrad, 3,45 i omsætningshastighed og 40,1 % i ROIC (Tabel 6: Dekomponering af ROIC). Årsagen til, at PEB erhvervs årsregnskab 2015 er valgt til at skulle afspejle terminalperiodens nøgletal skyldes et estimat om, at PEB Erhverv i 2015 oplevede et steady state, da dette var året før deres udvidelse af butikker, og nøgletallene vurderes derfor højt anvendelige i vores fremtidige budgetterede steady state (terminalperioden).

3.5.2.4 Det fremtidige frie cash flow - FCF

Som skrevet i budgetteringsafsnittet er virksomhedens fremtidige frie cash flow mængden af likvider, virksomheden har mulighed for at udbetale til dens investorer, efter virksomheden har foretaget alle deres nødvendige investeringer for at skabe vækst (Parum, 2016, p. 412). Formlen for at udregne det frie cash flow er følgende (Sørensen, 2012, pp. 38–39):

$$FCF_t = DO_t - (NDA_t - NDA_{t-1}) = DO_t - \Delta NDA_t$$

Hvor DO er driftsoverskuddet efter skat (NOPAT). Relationen i formelen fortæller os, at perioderegnskabet indregner værdi tidligere end virksomhedens pengestrømme, hvilket medfører at nogle pengestrømme er periodiseret i virksomhedens netto driftsaktiver. Ved at fratrække udviklingen i virksomhedens nettodriftsaktiver fra driftsoverskuddet efter skat giver det pengestrømmene, som virksomheden har skabt via dens drift i løbet af perioden (Sørensen, 2012, p. 38).

PEB Erhvervs fremtidige frie cash flow kan ses af nedenstående tabel.

Tabel 18: PEB Erhvervs fremtidige frie cash flow

FCF	Budgetperiode					Terminalperiode
t.kr.	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
NOPAT	6.289	8.398	11.196	15.461	16.360	18.559
ΔNDA	6.202	7.230	6.652	-782	-700	-600
FCF	87	1.168	4.544	16.243	17.060	19.159

3.6 DCF-modellen:

Den mest udbredte og anvendte værdiansættelsesmodel er DCF-modellen, og det er også denne model, som vil blive anvendt til at estimere PEB Erhvervs værdi ved både Situation A og situation B (Holm, Vriberg Petersen, & Plenborg, 2005, p. 161). DCF-modellen beregner den estimerede værdi af virksomheden ved at udregne nutidsværdien af det fremtidige frie cash flow (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 216). For at tilbagediskontere det fremtidige frie cash flow, skal der udregnes en gennemsnitlig vægtet kapitalomkostning efter skat (WACC), hvilket herefter gør det muligt at finde nutidsværdien af det fremtidige frie cash flow.

For at finde nutidsværdien af det fremtidige frie cash flow i budget- og terminalperioden, skal følgende formel bruges (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 216):

$$PV\ FCFF = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC-g} * \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

Af formelen kan det udledes, at det kun er det frie cash flow og de gennemsnitlige vægtede kapitalomkostninger efter skat, som påvirker den estimerede markedsværdi af virksomheden. Virksomhedens estimerede værdi bliver positivt påvirket af et højere frit cash flow og en lavere WACC.

DCF-modellen antager, at alt kontantoverskud for virksomheden bliver udbetalt som udbytte eller geninvesteret i projekter med en nutidsværdi på 0 kr. (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 218). Dette stemmer overens med vores antagelse om, at investoren hiver alt overskydende resultat fra den danske virksomhed over i sit holdingselskab. Dette medfører, som beskrevet ved situation B, at det kun er de gennemsnitlige vægtede kapitalomkostninger, som ændres fra situation A til situation B, og det fundne fremtidige frie cash flow er derved aktuel i begge situationer.

Det frie cash flow for PEB Erhverv er fundet og betyder, at vi nu skal tilbagediskontere virksomhedens cash flow ved anvendelse af WACC. Dette gøres i første omgang ved at udregne WACC, som er afkastkravet for vores investor, for situation A, hvor investoren har et hjemmehørende holdingselskab i Danmark, og herefter gøres det samme for investor i situation B. Herefter vil der blive beregnet en estimeret værdi af PEB Erhverv for begge situationer.

3.6.1 WACC: Situation A

WACC er de gennemsnitlige vægtede kapitalomkostninger efter skat (Parum, 2016, p. 491). WACC er derved et samlet udtryk af afkastkravet for hver type af investorer (C. V. P. & T.

Plenborg, 2012, p. 246). WACC er diskonteringsfaktoren, som justerer det fremtidige frie cash flow i forhold til tidsværdien af penge samt risikoen. Tidsværdien af penge betyder, at en krone i dag er mere værd end en krone i morgen (Brealey, Myers, & Allen, 2014, p. 18).

WACC beregnes som et vægtet gennemsnit af egenkapitalomkostninger og låneomkostninger forbundet ved gæld, og udregnes ved brug af følgende formel (Parum, 2016, p. 492):

$$WACC = \frac{\text{Nettorentebærende gæld}}{\text{Samlet finansiering}} * r_d * (1 - t) + \frac{\text{Egenkapitalen}}{\text{Samlet finansiering}} * r_e$$

Hvor,

r_d = Långiverens afkastkrav før skat

t = Den effektive skattesats

r_e = Ejerens afkastkrav

Det kan udledes af formlen for WACC, at det primært er ejernes afkastkrav, der kommer til at påvirke værdien af PEB Erhverv, da PEB Erhverv har en utrolig høj soliditetsgrad (Tabel 4).

3.6.1.1 Långiverens afkastkrav

Långiverens afkastkrav, som også betegnes som fremmedkapitalsomkostninger, er generelt set omkostningen ved gæld efter skat og er beregnet ved følgende formel (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 265):

$$r_d = (r_f + r_s) * (1 - t)$$

Hvor,

r_f = Den risikofrie rente

r_s = Betegner en selskabsspecifik risikopræmie på gælden

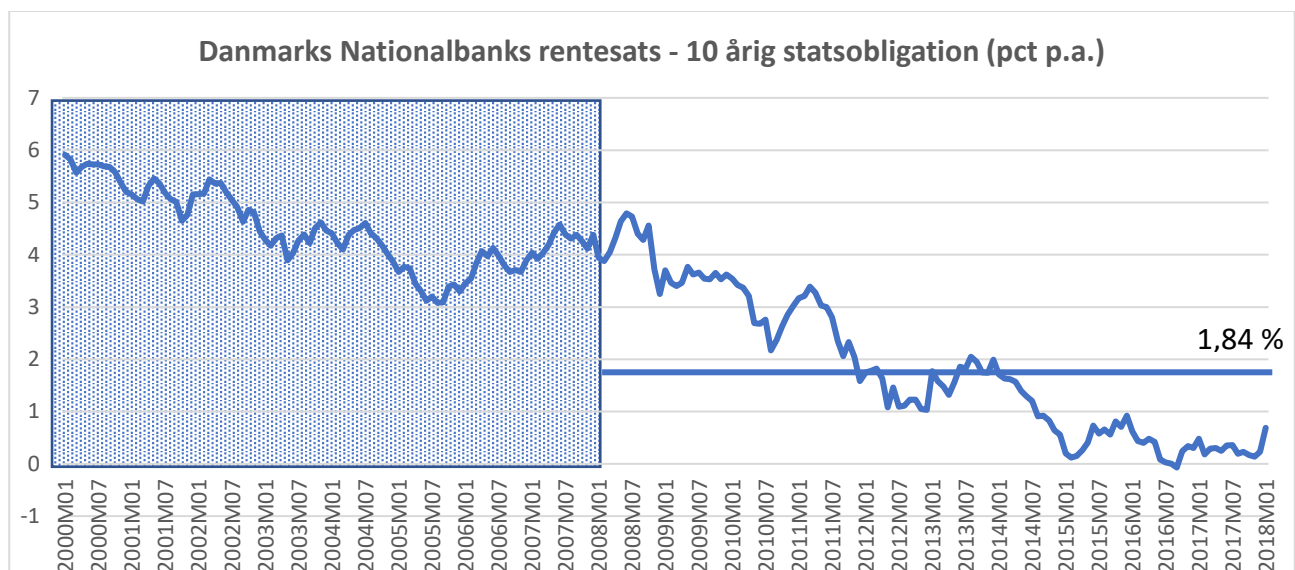
t = Selskabsskatten

3.6.1.1.2 Den risikofrie rente:

Den risikofrie rente, er et udtryk for hvor meget en investor kan tjene uden at påtage nogen risiko (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 249). Til beregning af denne risikofrie rente vil den danske 10-årige statsobligation blive anvendt, da dette fungerer som et godt estimat til at afspejle den risikofrie rente (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010, p. 236). Den nuværende rente på den danske statsobligation, er dog unormalt lav og var i 2016 faldet til et negative renteniveau (Business.dk, 2016). Dette anormale aktuelle lave renteniveau har en stor betydning for den

estimerede værdi af PEB Erhverv, da dette giver en overvurderet værdi af virksomheden. Konsulenthuset Ernst & Young anbefaler grundet det lave renteniveau, at der udregnes et gennemsnitlig rente procent over en længere periode, og at denne gennemsnitlige rente procent anvendes som estimat for den risikofrie rente (EY, 2015, p. 11). I nedenstående graf ses udviklingen af den 10-årig danske statsobligation.

Graf 1: *Udvikling af den 10-årig danske statsobligation*



(Danmarks statistik, 2018)

Hvis Ernst & Youngs forslag anvendes her, og der udregnes en gennemsnitlige rente, i en periode svarende til de seneste 10 år, vil den "normaliserede" rente være på 1,84 % i stedet for den aktuelle rente på 0,69 %.

Aswath Damodaran, som er professor i finansiering på Stern Business School ved New York University, udtaler dog, at denne fremfundne gennemsnitlige rente ikke kan bruges til at estimere vores risikofrie rente (Damodaran, 2015). Damodaran mener, at den risikofrie rente skal anskues som en offeromkostning, altså en risikofri investering, som man fravælger, og i stedet vælger at investere i et givent aktiv. Han mener hertil, at såfremt investoren ombestemmer sig og vil investere i et risikofrit aktiv, så vil den normaliserede udregnede rente ikke afspejle virkeligheden, og han mener derfor ikke denne løsning fungerer i praksis. Damodaran foreslår at anvende den aktuelle rente, og dertil tillægges et passende risikotillæg (Damodaran, 2015).

Vores vurdering er, at et risikotillæg, jf. Damodarans forslag, er lige så usikkert, som ved at udregne et gennemsnit for den 10-årig danske statsobligation. Der vil derfor i denne afhandling, blive brugt en risikofri rente på 1,84 % (Graf 1).

3.6.1.1.3 Selskabsspecifik risikopræmie

Den selskabsspecifikke risikopræmie, som skal tillægges den risikofrie rente, kan fastlægges på baggrund af en kredit rating (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 276). Til at vurdere PEB Erhvervs kredit rating vil den ofte anvendte kredit rating model, som kreditvurderingsbureauer såsom Moody's også bruger, blive brugt (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 276). Et alternativt til denne løsning kunne være at anskue PEB Erhvervs seneste låntagning og anvende denne kreditvurderingen, men da vi ikke har adgang til sådanne data, vil den beskrevne metode tages i brug. Modellen, som kredit vurderingsbureauet Moody's anvender til at vurdere virksomheders kredit rating, kan ses af nedenstående tabel 19 (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 277).

Tabel 19: *Moody's kreditvurderingsmodel*

Nøgletal	Kredit rating						
	Høj	Rating					Lav
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
EBIT rentedækning ¹	21,4	10,1	6,1	3,7	2,1	0,8	0,1
EBITDA rentedækning ²	26,5	12,9	9,1	5,8	3,4	1,8	1,3
FCF/Total gæld (%)	84,2	25,2	15	8,5	2,6	-3,2	12,9
FFO/Total gæld (%) ³	128,8	55,4	43,2	30,8	18,8	7,8	1,6
Return on capital (%) ⁴	34,9	21,7	19,4	13,6	11,6	6,6	1,0
Langfristet gæld/kapital (%) ⁵	13,3	28,2	33,9	42,5	57,2	69,7	68,8
Total gæld/kapital (%)	22,9	37,7	42,5	48,2	62,6	74,8	87,7

1 EBIT rentedækning = (EBIT + finansielle indtægter) / Finansielle udgifter

2 EBITDA er driftsresultat før afskrivninger

3 FFO = Resultat efter skat + afskrivninger

4 Return on capital = (Driftsresultat + finansielle indtægter) / NDA

5 Kapital = Summen af kort og lang rentebærende gæld, egenkapitalen og minoritetsinteresser

Denne model vurderer en virksomheds kredit rating på baggrund af nogle opsatte nøgletal for virksomheden, som er defineret og vurderet ud fra statistiske tests (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p.277).

PEB Erhvervs nøgletal i forhold til denne model skal vurderes ud fra en 3-årig median (C. V. P.

& T. Plenborg, 2012, p. 276). De tre år, som skal indregnes i perioden, er de tre seneste regnskabsår. I tabel 20 ses PEB Erhvervs nøgletal for de seneste 3 år, medianen og kreditvurderingen.

Tabel 20: *PEB Erhvervs kredit rating.*

Kredit rating				
Nøgletal	2014	2015	2016	Rating
EBIT rentedækning	75,8	302,3	560,5	AAA
EBIDTA rentedækning	76,4	303,7	563,4	AAA
FCF/Total gæld (%)	83,1%	1,6%	18,9%	A
FFO/Total gæld (%)	27,2%	42,4%	38,6%	BBB
Return on capital (%)	41,2%	47,7%	49,6%	AAA
Langfristet gæld/kapital (%)	0,0%	0,0%	0,7%	AAA
Total gæld/kapital (%)	35,2%	29,7%	34,1%	AAA

Som det kan ses af PEB Erhvervs kredit rating, er de i fem ud af syv kategorier vurderet til AAA. De to kategorier, hvor PEB Erhverv er vurderet lavere end AAA, indeholder begge total gæld som en parameter, og her er de vurderet til henholdsvis A og BBB. Den totale gæld bliver udgjort af både PEB Erhvervs langtids- og korttidsfristede gæld. I PEB Erhvervs tilfælde er den totale gæld primært udgjort af korttidsfristet gæld og er derved ikke rentebærende, hvilket medfører, at det vurderes at kredit ratingen i disse to tilfælde er lidt for hård. Vores vurdering af PEB Erhvervs samlede kredit rating er AA. Ifølge Standard & poor's varierer en AA rating kun en smule fra en AAA rating, og forpligterens evne til at opfylde sine økonomiske forpligtelser vurderes værende høj (S&P Dow Jones, 2018).

Risikotillægget eller den selskabsspecifikke risikopræmie ved en AA vurdering kan ses i nedenstående tabel (T. Plenborg & V. Petersen, 2015, p. 246):

Tabel 21: *Risikotillæg ved kreditvurdering*

Risikotillæg							
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
Risikotillæg	0,45	0,54	0,63	1,44	2,55	3,67	4,80

PEB Erhvervs selskabsspecifikke risikopræmie sættes herved til 0,54

3.6.1.1.4 Selskabsskat

Selskabets lånerente eller långiverens afkastkrav er fradragsberettiget, og der skal derfor fratrækkes selskabsskat fra lånerenten. PEB Erhverv skal som et driftsselskab i Danmark, betale 22 % af sin indtjening i selskabsskat, jf. SEL § 1, stk. 1, nr. 1 efter satsen reguleret jf. SEL § 17, stk. 1. Dette betyder, at de PEB Erhverv er fradragsberettiget af samme størrelse af lånerenten.

3.6.1.1.5 Långiverens samlede afkastkrav

De forudgående analyser og vurderinger giver os nu mulighed for at udregne långiverens samlede afkastkrav efter skat

$$r_d = (0,0184 + 0,0054) * (1 - 0,22) = \underline{1,86 \%}$$

Långiverens afkastkrav efter skat for PEB Erhverv kan virke forholdsvis lav. Långiverens afkastkrav før skat er på 2,38 %. Disse tal kan virke ekstremt lave, men det skal tillægges at PEB Erhverv er næsten 100 % egenkapitalfinansieret, samt at virksomheden vurderes til at være ekstremt sund jf. analysen af nøgletal samt dekomponeringen af PEB Erhvervs value driveres.

3.6.1.2 Ejerens afkastkrav

I forbindelse med beregningen af ejerens afkastkrav anvendes, som oftest, CAPM-modellen, som udregnes ved brug af følgende formel (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 249):

$$\text{Ejernes afkastkrav, } r_e = r_f + \beta_e * (r_m - r_f)$$

hvor,

r_f = den risikofrie rente

β_e = Systematisk risiko (levered beta)

r_m = Afkast på markedsporteføljen

Som det kan udledes af formlen for CAPM-modellen, er der et positivt lineær forhold mellem det forventede afkast, den risikofrie rente, virksomhedens beta og det forventede afkast på markedsporteføljen. I ligningen, om ejerens afkastkrav er det kun beta, der er individuel for ejerens afkastkrav, da de to øvrige parametre, den risikofrie rente og markedsrisikopræmien, er den samme for alle ejere i samme marked (Koller et al., 2010, p. 235)

CAPM-modellen viser, at investoren kompenseres på to parametre ved at investere i et risikofyldt aktiv, både i tidsværdien af penge og risiko (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 249).

Tidsværdien repræsenteres i ligning ved den risikofrie rente, som beskrevet tidligere, er det afkast investoren kan få uden at påtage sig nogen risiko. Risikoen er i ligningen repræsenteret ved beta, som fortæller, hvor meget ekstra compensation investoren har brug for at påtage sig denne risiko.

Ejerens afkastkrav må alt andet lige også hænge sammen med størrelsen af udbyttebeskatningen, da det antages, at ejeren eller investoren vil udbetale alt overskud som udbytte. Ved en udbyttebeskatning skal der derfor tillægges en præmie til ejernes afkastkrav, så ejeren kompenseres for tabet ved netop denne udbyttebeskatning. Uden denne præmie vil ejerens afkastkrav være statistisk ligegyldigt størrelsen af udbyttebeskatningen, men da dette vurderes at være misvisende, vil der derfor tillægges en præmie på ejernes afkastkrav. Dette medfører, at ejerens afkast er dynamisk og bevæger sig i takt med størrelsen af udbyttebeskatningen. Præmien findes ved at måle værditabet jf. en udbyttebeskatning. Ejernes afkastkrav efter compensation for tabet i værdi ved udbyttebeskatning, findes ved følgende formel:

$$\text{Ejernes afkastkrav} * (1 - t_c) = r_e$$

$$\text{Ejernes afkastkrav efter udbyttebeskatning} = \frac{r_e}{1 - t_c}$$

Hvor,

T_c = udbyttebeskatningen

3.6.1.2.1 Markedsrisikopræmie

Den første parameter, som indgår i ejerens afkastkrav efter udbyttebeskatning, er markedsrisikopræmien. Markedsrisikopræmien er forskellen mellem afkastet på markedsporteføljen og afkastet på et risikofrit aktiv ($r_m - r_f$) (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 263). Der er normalvis to muligheder for, hvordan markedsrisikopræmien fastsættes (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 263):

- 1) Ex-post: Denne metode tager udgangspunkt i historiske forskelle mellem afkastet på markedsporteføljen og den risikofrie rente i en periode på mellem 50 og 100 år.
- 2) Ex-ante: Denne metode forsøger på baggrund af analytikeres prognoser om indtjening at udlede markedsrisikopræmien.

Der findes ingen konsensus omkring hvilken metode eller niveauet af markedsrisikopræmien, der er bedst passende (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 264). Derfor vil markedsrisikopræmien for PEB Erhverv blive bestemt, som et gennemsnit af eksterne kilders estimat af den danske markedsrisikopræmie, for at skabe et gennemsnit som reflekterer forventningerne til markedet.

Pablo Fernándes, som er professor i Financial Management hos IESE Business School og formand for Corporate Finance hos PWC, udarbejder årligt en anerkendt og brugt undersøgelse af landes markedsrisikopræmier. I 2017 undersøgte og fastlagde professor Pablo Fernándes markedsrisikopræmien for 41 lande på baggrund af et spørgeskema besvaret af finansierings- og økonomiprofessorer, analytikere og ledere i større virksomheder og universiteter (Fernandez, Ortiz Pizarro, & Fernandez Accn, 2017, p. 2). Undersøgelsen konkluderede en gennemsnitlig markedsrisikopræmie på 6,1 % i Danmark på baggrund af 81 respondenter (Fernandez et al., 2017, p. 3).

PWC udførte i 2015 en undersøgelse med samme undersøgelsesdesign som Pablo Fernándes, omhandlende udviklingen af den danske markedsrisikopræmie. PWC fastsatte her den danske markedsrisikopræmie til 5,6 % (PwC, 2016, p. 4).

Aswath Damodaran har foretaget en lignende undersøgelse i 2016, men hvor estimatet er dannet på basis af landenes respektive kreditvurderinger. Her fastsatte Aswath Damodaran en markedsrisikopræmie på 6,25 % for Danmark (Damodaran, 2016, p. 102).

Vores vurdering af den danske markedsrisikopræmie fastsættes ved gennemsnittet af de tre forestående undersøgelser af samme emne. Markedsrisikopræmien fastsættes derfor til 5,9 %. Damodaran og andre professorer foreslår endvidere, at der tillægges et krisetillæg til markedsrisikopræmien, men da vi vurderer at Danmark på nuværende tidspunkt ikke befinder sig i en situation, hvor dette er nødvendigt, vil dette ikke blive tillagt (Damodaran, 2018c).

3.6.1.2.2 Beta

Beta er den systematiske risiko, der er forbundet med investeringen i aktivet. Den systematiske risiko adskiller sig fra den usystematiske risiko ved, at den ikke kan diversificeres væk. Normalt vurderes og fastsættes den systematiske risiko på baggrund af historiske afkast, hvor det antages, at alt relevant information er afspejlet i aktieafkastene (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 251).

Da det ikke er muligt at finde sammenlignelige virksomheder for PEB Erhverv, der er børsnoteret i Danmark, er det derfor ikke muligt selv at skabe en peer gruppe og herfra fastsætte en beta for PEB Erhverv (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 255).

Et alternativ til denne metode er at vurdere PEB Erhvervs beta selv, ved at estimere deres driftsmæssige beta samt deres finansielle beta (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 256). Dog vurderes det, at denne metode vil indeholde en stor usikkerhed samt en stor subjektivitet. Derfor vælges det at fastsætte PEB Erhvervs beta, ud fra et estimat fra en ekstern kilde af PEB Erhvervs branche på et relevant og sammenligneligt marked. Aswath Damodaran har i januar 2018 vurderet en beta, på baggrund af 215 virksomheder på det vesteuropæiske marked til 0,81 (Damodaran, 2018a). Dette beta for PEB Erhverv er forbundet med noget usikkerhed, da vi ikke ved, hvilke virksomheder, der er brugt til estimatet og derfor ikke ved, om de er sammenlignelige. Dog vurderes det, at dette estimat af beta for PEB Erhverv, er det estimat med mindst usikkerhed og derved det bedste estimat for virksomhedens systematiske risiko.

3.6.1.2.3 Illikviditetspræmie

Et beta på 0,81 vurderes til at være et forholdsvist lavt estimat ift. PEB Erhverv. Årsagen til at beta værdien er sat så lavt, er ukendt i og med, at vi ikke kender de sammenlignelige virksomheder (Damodaran, 2018a). Vi vurderer, at PEB Erhverv skal tillægges en illikviditetspræmie, hvilket også vil opveje for en måske for lavt sat beta. Illikviditetspræmien tillægges, når der er manglende likviditet i et selskabs aktier, som fører til en relativ stabil udvikling i aktieafkastet og dermed en lav volatilitet (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 252). Dette giver udtryk for, at det lave beta estimat ikke nødvendigvis reflekterer den underliggende risiko i virksomheden.

Plenborg, Petersen og Schøler har i en undersøgelse med 42 private equity investorer og finansielle rådgivere analyseret, at disse investorer og rådgivere i gennemsnit tillægger en illikviditetspræmie på 2,8 % for manglende omsættelighed i gennemsnit (Petersen, Plenborg, & Schøler, 2006, p. 168). Denne illikviditetspræmie vil blive tillagt det samlede afkastkrav for ejeren.

3.6.1.2.4 Udbyttebeskatning

Situation A omhandler scenariet med et til Danmark hjemmehørende holdingselskab (moderselskab til driftsselskabet). Dette holdingselskab ejer 100 % af aktiekapitalen i driftsselskabet PEB Erhverv. Driftsselskabet skal af sin indtjening betale 22 % i selskabsskat, jf. SEL § 1, stk. 1,

nr. 1 efter satsen reguleret jf. SEL § 17, stk. 1. Dette driftsselskab udlodder herefter sit overskud til holdingselskabet DK BidCo - denne udlodning er skattefri, jf. SEL § 13, stk. 2, 2.pkt., jf. ABL § 4 A, jf. SEL § 2, stk. 1, litra c. Investoren vælger herefter at få udloddet overskuddet, hvor DK BidCo skal indeholde 27 % i kildeskat på udlodning, jf. KSL § 65, stk. 1, 1.pkt. Dette betyder, at investoren bliver ramt af en udbyttebeskatning på 27 %. De 27 % skal tillægges som præmie, som beskrevet, på ejerens afkastkrav, så investoren bliver kompenseret for tabet i værdi.

3.6.1.2.4 Ejerens samlede afkastkrav

Ejerens samlede afkastkrav efter udbyttebeskatning udregnes ved brug af følgende formel:

$$\begin{aligned} \text{Ejernes afkastkrav efter udbyttebeskatning} &= \frac{r_f + \beta_e * (r_m - r_f) + \text{illikviditetspræmie}}{(1 - t_c)} \\ &= \frac{1,84 \% + 0,81 * (7,82 \% - 1,84 \%) + 2,80 \%}{(1 - 0,27)} = \underline{12,99 \%} \end{aligned}$$

3.6.1.3 Kapitalstruktur

PEB Erhvervs kapitalstruktur skaber vægtningen i WACC'en, og opdeler, hvor stor en del af WACC'en, som bliver udgjort af henholdsvis långiverens afkastkrav efter skat og ejerens afkastkrav efter udbyttebeskatning. WACC er konstant alle årene, og en forudsætning for dette er, at der foretages en kontinuerlig rebalancering af virksomhedens kapitalstruktur. Dette betyder, at det antages, at virksomhedens kapitalstruktur er statisk (Brealey et al., 2014, p. 493). Kapitalstrukturen skal reflektere markedsværdien, da dette viser de sande offeromkostninger for investoren og långiveren (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 246). Dette kan være en udfordring ved PEB Erhverv, da virksomheden er privatejet. Hvis vi kendte til PEB Erhvervs target struktur, kunne vi bruge denne til at fastsætte virksomhedens kapitalstruktur, dog er denne faktor ukendt, og dette betyder, at en alternativ metode må tages i brug (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 247). En alternativ metode kunne være at bruge sammenlignelige virksomheder, dog er dette ikke muligt af samme årsag til, at vi heller ikke kunne gøre det ved estimatet af PEB Erhvervs beta (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 248).

PEB Erhvervs kapitalstruktur til brug i WACC'en vil blive udregnet ved brug af kapitalstrukturen i virksomhedens årsrapport i 2016, da vi antager, at denne struktur og fordeling reflekterer markedsværdien (*Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S årsrapport*, 2016).

PEB Erhverv havde i 2016 en nettorentebærende gæld på 407 t.kr. og en egenkapital på 41.591 t.kr. Dette betyder, at PEB Erhverv i året havde en samlet finansiering på 41.998 t.kr.

Vægtningen af afkastkravene kommer til at se således ud:

Vægtning af långiverens afkastkrav efter skat =

$$\frac{\text{Nettorentebærende gæld}}{\text{Samlet finansiering}} = \frac{407 \text{ t. kr}}{41.498} = 0,0097 = 0,97 \%$$

Vægtning af ejerens afkastkrav efter udbyttekat =

$$\frac{\text{Egenkapitalen}}{\text{Samlet finansiering}} = \frac{407 \text{ t. kr}}{41.498} = 0,9903 = 99,03 \%$$

3.6.1.4 Samlet WACC: Situation A

De gennemsnitlige vægtede kapitalomkostninger efter skat, bliver i situation A udregnet til følgende:

$$WACC_A = 0,97 \% * 1,86 \% + 99,03 \% * 12,99 \% = 12,88 \%$$

Dette betyder, at det fremtidige cash flow for PEB Erhverv i situation A skal justeres med en diskonteringsfaktor på 12,88 % for at finde nutidsværdien af cash flowet.

3.6.2 WACC: Situation B

Som anført i situation A vil holdingselskabet (moderselskab til driftsselskabet) skulle indeholde kildeskat på sin udlodning til investoren, da denne vil være begrænset skattepligtig og dermed bliver der indeholdt 27 % i kildeskat på udbyttebetalingen. I situation B omhandler scenariet et Luxembourgsk hjemmehørende holdingselskab (moderselskab til driftsselskabet). Dette holdingselskab ejer 100 % af aktiekapitalen i driftsselskabet PEB Erhverv. Driftsselskabet skal fortsat betale 22 % af sin indtjening i selskabsskat, jf. SEL § 1, stk. 1, nr. 1 efter satsen reguleret, jf. SEL § 17, stk. 1 i Danmark. I situation B er der tale om et indskudt holdingselskab i Luxembourg, hvor udbytteudlodning fra driftsselskabet til moderselskabet (holdingselskabet LuxCo) vil ske skattefrit efter moder-/datterselskabsdirektivets fordele samt opfyldelse af SEL § 2, stk. 1, litra c's betingelser, hvorefter holdingselskabet grundet sit 100 % ejerskab vil få udbyttet kvalificeret som udbytte fra datterselskabsaktier, jf. ABL § 4 A. Da det antages, at holdingselskabet LuxCo vil blive anset som retmæssig ejer af udbytteudlodningen (tilstrækkelig holding substance, jf. analysen i juridiske kapitel, afsnit 2.3 samt afsnit 2.5) vil det herefter være muligt for investoren at få udbetalt udbyttet skattefrit efter relevante regler i Luxembourgsk skatte-regi (DeloitteTouche, 2015). Hvilke parametre dette påvirker ved de gennemsnitlige vægtede kapitalomkostninger i forhold til situation A vil blive gennemgået efterstående.

Långiverens afkastkrav, hvis komponenter består af den risikofrie rente, en selskabsspecifik risikopræmie og selskabsskat, vil ikke blive påvirket af den ændrede situation. Den selskabsspecifikke risikopræmie, er som i ordlyden, relateret til selskabet PEB Erhverv og ikke investorens holdingselskab. Selskabsskattesatsen er forsat 22 %, da det er driftsselskabet, PEB Erhverv, der betaler selskabsskatten. Kapitalstrukturen ændrer sig heller ikke, da denne også er specifik for selskabet, PEB Erhverv. Ejerens afkastkrav efter udbyttebeskatning, som er vores investors afkastkrav, vil alt andet lige ændre sig som den eneste faktor, da der er forekommet en ændring af situation for investoren. Komponenterne beta og markedsrisikopræmien, som er komponenter i udformningen af ejernes afkastkrav, vil ikke blive påvirket af situationsændringen, da beta er specifik for virksomheden, og markedsrisikopræmien er specifik for markedet. Dette betyder, at risikoen er den samme for investoren i situation B, som den er i situation A. Den eneste parameter, der bliver påvirket af ændringen fra situation A til situation B, er udbyttebeskatningen.

Dette betyder, at ejerens afkastkrav efter udbyttebeskatning i situation B ser således ud:

$$\begin{aligned}\text{Ejernes afkastkrav efter udbyttebeskatning} &= \frac{r_f + \beta_e(r_m - r_f) + \text{illikviditetspærmie}}{(1 - t_c)} \\ &= \frac{1,84 \% + 0,81 \cdot (7,82 \% - 1,84 \%) + 2,80 \%}{(1 - 0,00)} = 9,49 \%\end{aligned}$$

Faldet i ejernes afkastkrav skyldes, at investoren ikke skal kompenseres for et tab i værdi jf. en udbyttebeskatning på praktisk talt 0 %.

WACC'en i situation B bliver således:

$$WACC_B = 0,97 \% \cdot 1,86 \% + 99,03 \% \cdot 9,49 \% = 9,42 \%$$

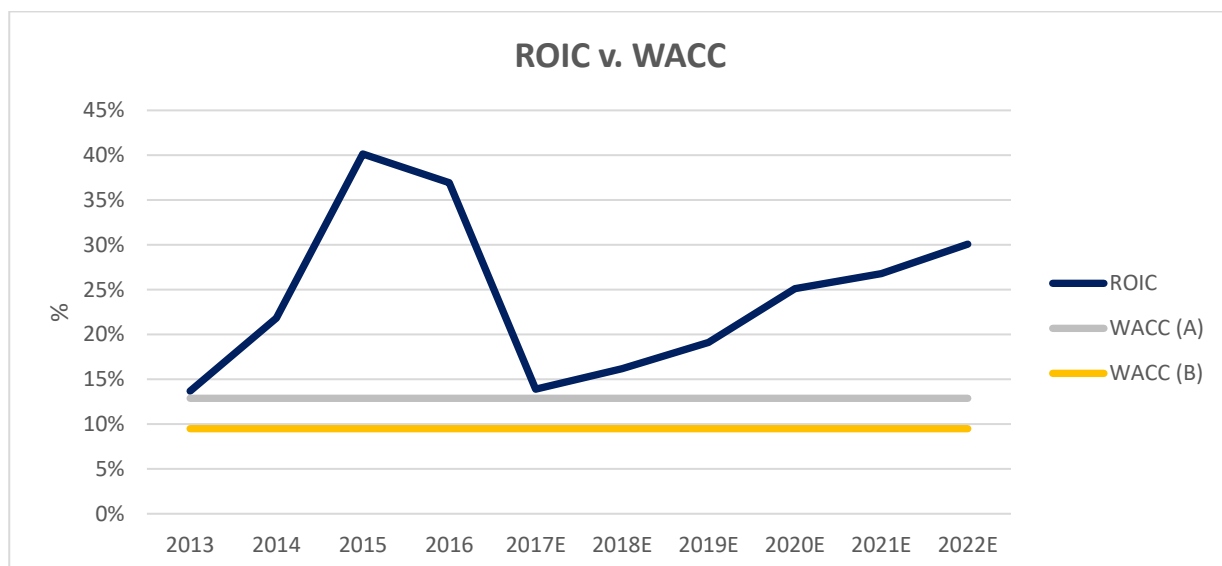
3.6.3 ROIC v. WACC

Bevæggrunden for at lave en regnskabs- og en nøgletalsanalyse for at kunne vurdere og estimere det fremtidige frie cash flow, blev begrundet af to årsager, hvor en af disse var for at sikre, at ROIC oversteg WACC. Dette blev vurderet til værende en nødvendighed for at opretholde afhandlingens validitet, da dette betyder, at virksomheden kan og vil skabe værdi for dens investor, og dermed gør en investeringen i virksomheden attraktiv (SKAT, 2013).

ROIC kan fortælle os om virksomhedens sundhed og udvikling, men målt op imod andre investeringer, fortæller ROIC os, alene, ikke særlig meget om, hvor attraktiv investeringen egentlig er, da den ikke fortæller os noget om risikoen ved investeringen.

Ved at sammenligne ROIC med WACC får vi en indsigt i, om virksomheden skaber værdi ved vækst, eller om virksomheden mister værdi ved vækst i investering. Måden virksomheden mister værdi ved vækst, sker i forbindelse med at for hver en krone investeret i virksomheden, udbetaler virksomheden mere, end den tjener, og dermed forekommer der en ujævnhed i pengestrømme, der hermed sænker værdien af virksomheden. I et tilfælde, hvor WACC overstiger ROIC, vil det blive påkrævet af virksomheden, at den skal øge dens ROIC, før der vil blive investeret flere penge i virksomheden (Collins, 2006). ROIC, i forhold til WACC, kan også bruges til at vurdere virksomhedens konkurrencemæssige situation på markedet. Virksomheder, som historisk set har genereret en ROIC højere end WACC i mange år, har sædvanligvis en konkurrencemæssig fordel (Collins, 2006).

Graf 2: PEB Erhvervs ROIC v. WACC



Som vi kan se af overstående graf, har PEB Erhverv historisk og i forecasten skabt økonomisk værdi for kapitalindskyderne samt formodentlig haft og bibeholdt en konkurrencemæssig fordel på markedet.

WACC sættes naturligvis, som diskuteret, som en konstant alle år ud i fremtiden. Den historiske WACC sættes også til den samme konstant, da den fremtidige WACC er baseret på historiske data, og derved også gør sig gældende her.

Det vurderes, at PEB Erhverv som virksomhed opfylder kravet om forholdet mellem ROIC og WACC for virksomheden.

3.6.4 Værdiansættelse

Nu er PEB erhvervs fremtidige cash flow fundet, samt der er blevet udregnet en WACC for investoren i situation A og i situation B. Dette tillader os nu at udregne nutidsværdien af det fremtidige cash flow (C. V. P. & T. Plenborg, 2012, p. 216).

I situation A tilbagediskonteres det fremtidige cash flow med en diskonteringsfaktor på 12,88 %, og dette medfører en estimeret værdi af PEB Erhverv i nedenstående tabel

Tabel 22: Værdiansættelse af PEB Erhverv – Situation A

Værdiansættelse af PEB Erhverv - Situation A						
DCF	Budgetperiode					Terminalperiode
t.kr.	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
NOPAT	6.289	8.398	11.196	15.461	16.360	18.559
ΔNDA	6.202	7.230	6.652	-782	-700	-600
FCFF	87	1.168	4.544	16.243	17.060	19.159
WACC	12,88%					
PV FCFF	77	917	3.159	10.005	9.309	
SUM (PV FCFF)	23.466					
PV TV	96.086					
EV	119.552					
MV NFF	407					
MV EK	119.145					

Som vi kan se i tabel 22, er markedsværdien af PEB Erhvervs egenkapital i situation A 119,1 mio. kr.

I situation B skal det fremtidige cash flow tilbagediskonteres med en diskonteringsfaktor på 9,42 %, og dette medfører en estimeret værdi af PEB Erhverv i nedenstående tabel

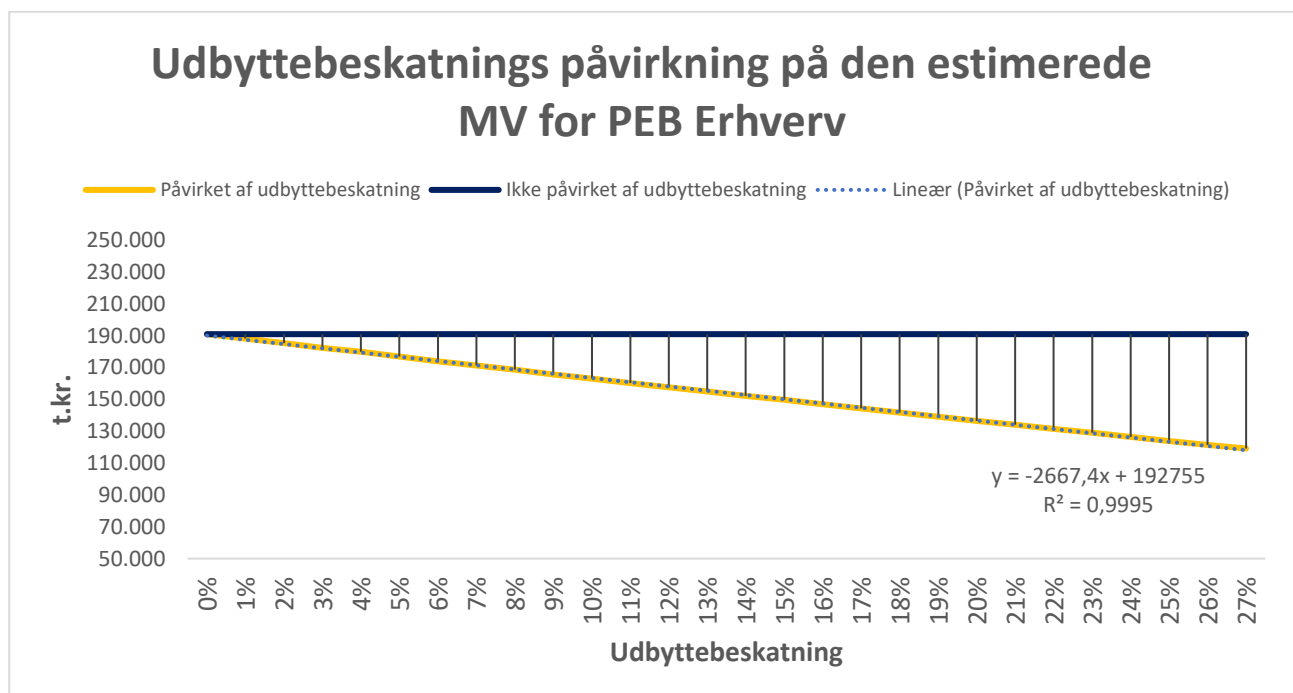
Tabel 23: Værdiansættelse af PEB Erhverv – Situation B

Værdiansættelse af PEB Erhverv - Situation B						
DCF	Budgetperiode					Terminalperiode
t.kr.	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
NOPAT	6.289	8.398	11.196	15.461	16.360	18.559
ΔNDA	6.202	7.230	6.652	-782	-700	-600
FCFF	87	1.168	4.544	16.243	17.060	19.159
WACC	9,42%					
PV FCFF	80	976	3.469	11.331	10.877	
SUM (PV FCFF)	26.732					
PV TV	164.621					
EV	191.353					
MV NFF	407					
MV EK	190.946					

Som det kan udledes af tabel 23, er markedsværdien af PEB Erhvervs egenkapital i situation B 190,9 mio. kr.

Forskellen af den estimerede markedsværdi for PEB Erhverv er markant fra situation A til situation B. Forskellen på markedsværdien i de to situation er ≈ 70 mio. kr. svarende til 60 %, hvilket må vurderes til at være en markant forskel. Implikation af denne markante værdiforskel vil blive diskuteret senere. Først vil komponenter, der har skabt denne store spredningen for værdierne i de to situationer, blive analyseret ved en justering af disse. De to komponenter, som har indflydelse på spredningen af værdien fra situation A til situation B, er virksomhedens kapitalstruktur og størrelsen på investorens udbyttebeskatning. Først vil størrelsen af investorens udbyttebeskatning samt effekten af dette, blive analyseret for PEB Erhvervs estimerede værdi, hvor kapitalstrukturen sættes fast til PEB Erhvervs struktur i 2016.

Graf 3: Udbyttebeskatnings størrelse og implikation af denne for PEB Erhvervs markedsværdi



Som det kan udledes af overstående tabel, har størrelsen af udbyttebeskatningen en stor effekt på den estimerede værdi af PEB Erhverv. Årsagen til dette ligger i den øgede WACC, i takt med ejerens afkastkrav stiger grundet en præmie i form af kompensationen for den højere udbyttebeskatning. Påvirkningen af udbyttebeskatningen, på den estimerede værdi af PEB Erhverv kan forklares ved et lineær sammenhæng $y = ax + b$, hvor a og b er konstante og x er variabel og $x =$

[0;27]. y er i denne ligning den estimerede værdi af virksomheden, og x er udbyttebeskatningen. Det kan udledes af formelen i graf 3, at en stigning på 1 %-point i udbyttebeskatning vil påvirke værdien af PEB Erhverv negativ med 2,7 mio. kr. med den aktuelle kapitalstruktur. Med andre ord falder PEB Erhverv i værdi med 2,7 mio. kr., hvert %-point højere udbyttebeskatningen. Følgende kan udledes generelt om virksomheders værdi i form af ovenstående analyse af udbyttebeskatnings størrelse:

Sætning 1:

En øget udbyttebeskatning vil, alt andet lige, medføre en lavere estimeret markedsværdi af virksomheden for investoren.

Den anden parameter, hvor effekten af denne på virksomhedens estimerede værdi vil blive undersøgt, er virksomhedens kapitalstruktur. Ved en ændring af virksomhedens target structure, forekommer der også en ændring af virksomhedens beta samt den selskabsspecifikke risikopræmie (Parum, 2016, p. 418). Da den estimerede beta er et overordnet estimat, vil denne ikke blive justeret, når der ændres på PEB Erhvervs kapitalstruktur, og den vil derved forblive statisk. Normalvis vil en øgning af virksomhedens gæld medføre en forøgelse af værdien af beta og derved øge ejerens afkastkrav (Damodaran, 2002, p. 34). Det vil i denne analyse kun være det selskabsspecifikke risikotillæg, som ændrer sig i takt med ændringen af virksomhedens kapitalstruktur. Årsagen til at ændringen af det selskabsspecifikke risikotillæg gør sig gældende, er en antagelse om at en ændring i kapitalstrukturen, må have en effekt på dette. I nedenstående tabel ses de forskellige kreditvurderinger, deres risikotillæg og långivernes afkastkrav.

Tabel 24: PEB Erhvervs kreditvurdering og långiverens afkastkrav

Kreditvurdering	Risikotillæg	Långiverens afkastkrav
AA	0,54	1,86%
A	0,63	1,93%
BBB	1,44	2,56%
BB	2,55	3,42%
B	3,67	4,30%
CCC	4,8	5,18%

I nedenstående tabel bliver WACC i situation A og situation B analyseret ved en ændring af PEB Erhvervs kapitalstruktur. Der vil her blive undersøgt hvad en øgning af gældsratio har af betydning for WACC og den estimerede værdi af PEB Erhverv. WACC A og WACC B præsenterer yderlighederne, da vi antager, at udbyttebeskatningen i Danmark er den højeste værdi, og udbyttebeskatningen i Luxembourg er den laveste. Dette betyder, at ved en ændring i kapitalstruktur for PEB Erhverv, vil WACC ikke kunne bevæge sig ud over [WACC B ; WACC A], da udbyttebeskatningen i vores afhandling er begrænset til: udbyttebeskatning i % [0;27]. I nedenstående tabel ses PEB Erhvervs WACC interval samt deres værdiinterval vist ved situation A og B, når der forekommer en ændring i virksomhedens kapitalstruktur.

Tabel 25: PEB Erhvervs kapitalstruktur og estimerede værdi

Gæld ratio	Kreditvurdering	WACC A	WACC B	%-point forskel	Værdi A	Værdi B	% forskel
0%	AA	13,0%	9,5%	3,5%	117.626	188.815	61%
10%	AA	11,9%	8,7%	3,2%	134.630	214.501	59%
20%	A	10,8%	8,0%	2,8%	155.823	246.232	58%
30%	A	9,7%	7,2%	2,5%	183.490	287.659	57%
40%	BBB	8,8%	6,7%	2,1%	211.141	322.714	53%
50%	BBB	7,8%	6,0%	1,8%	256.277	385.474	50%
60%	BB	7,3%	5,9%	1,4%	285.814	404.772	42%
70%	CCC	7,5%	6,5%	1,1%	269.768	342.647	27%

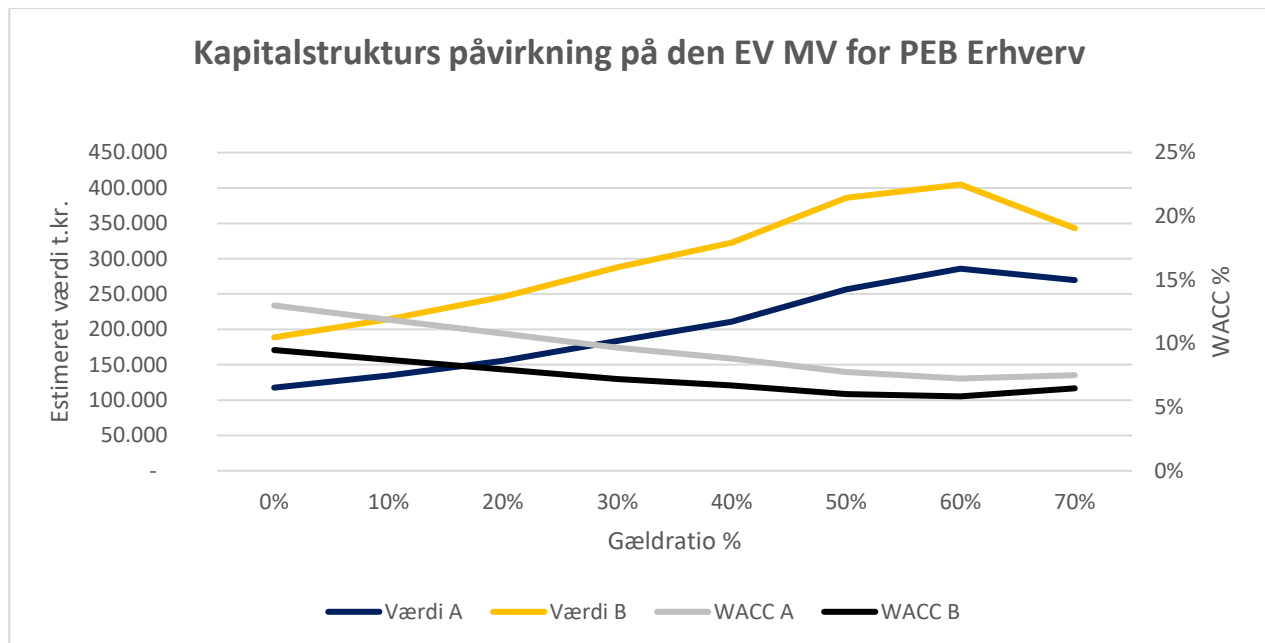
Som det kan udledes af ovenstående tabel, nærmer WACC sig hinanden i situation A og situation B i takt med en forøgelse af gældsratio. Dette skyldes, at forskellen mellem disse to værdier kun er forklaret ved ejernes afkastkrav, og en mindre vægtning af denne parameter i form af en ændring i virksomhedens kapitalstruktur vil medføre, at parameteren har en faldende indflydelse på virksomhedens estimerede værdi. Følgende kan udledes af ovenstående tabel: Gælds-ratio $\rightarrow$ 100 % for WACC A $\rightarrow$ WACC B. Derved kan følgende udledes generelt om virksomheders værdi i form af en ændring af virksomheders kapitalstruktur og størrelsen af investorens udbyttebeskatning:

Sætning 2:

Investorens udbyttebeskatning har mindre indflydelse på virksomhedens estimerede værdi des højere virksomhedens gældsratio er.

I nedenstående graf ses ovenstående udregnede WACCs og estimerede værdier for PEB Erhverv ved ændring af virksomhedens kapitalstruktur.

Graf 4: PEB Erhvervs kapitalstrukturens påvirkning på virksomhedens estimerede værdi



Som det kan ses af graf 4 øges PEB Erhvervs estimerede værdi ved en øgning af deres gæld i deres target structure. Dette kan virke lidt specielt, men årsagen og kritikken af dette vil blive gennemgået nedenfor.

De to senere nobelprismodtagere i økonomi, hhv. Franco Modigliani og Merton H. Miller (herafter refereret til som MM), publicerede i 1958 en artikel om kapitalstruktur og påvirkningen af denne på virksomhedernes værdi (Den Store Danske, 2017). I artiklen fra 1958 havde MM tre propositions, hvoraf den første vil blive beskrevet og analyseret, da denne anses for at være mest relevant i forhold til denne afhandling (Modigliani & H. Miller, 1958). Den første proposition fortæller, at i det perfekte marked er alle kombinationer af kapitalstruktur så god som den næste, da virksomhedens værdi ikke er påvirket af kapitalstrukturen (Modigliani & H. Miller, 1958, pp. 275–276).

Deres argument for dette er, at virksomhedens værdi udelukkende skabes af virksomhedens aktivside, dvs. deres pengestrømme, og at værdien af virksomheden ikke er påvirket af dens passivside, såsom deres kapitalstruktur (Modigliani & H. Miller, 1958, p. 274). Dog er denne proposition opbygget under en række antagelser (Modigliani & H. Miller, 1958, p. 267):

- Ingen skat
- Ingen konkursomkostninger
- Der er et perfekt kapitalmarked
- Ændring i kapitalstruktur har ingen effekt på virksomhedens pengestrømme

Dette er også kaldt for MM's irrelevanssætning, som fortæller, at det eneste kapitalstrukturen påvirker er, hvordan pengestrømmene, fra virksomheden, skal fordeles.

I 1963 publicerede MM en ny artikel, hvori de nu valgte at inddrage skatter, da dette blev antaget til at have en væsentlig betydning for renteudgifterne (Modigliani & Miller, 1963, p. 353). Her bliver der således tilføjet en værdi til skattefradraget ved lån, som også kaldes for skatteskjoldet. Endvidere antager MM i deres artikel, at der ikke findes konkursomkostninger (Modigliani & Miller, 1963, p. 353). Dette betyder, at en øgning i virksomhedens gældsrate vil øge virksomhedens værdi, grundet skatteskjoldet. Da der ikke indregnes nogen selskabsspecifik risiko eller konkursomkostninger, vil det være mest optimalt at bruge 100 % fremmedkapitalisering, jævnfør MM. Dog skriver MM i deres artikel, at dette ikke vil være realistisk, da der formodentlig vil være en lånebegrænsning efter virksomheden opnår en kritisk gældsrate (Modigliani & Miller, 1963, p. 354). Endvidere beskriver de, at virksomheden formodentlig også vil blive tillagt en selskabsspecifik risikopræmie, som vi så i foregående analyse. Dog bliver denne risikopræmie ikke nærmere defineret af MM.

Et kritikpunkt af MM, er, at de ikke inddrager konkursomkostninger og derved ikke tillægger en selskabsspecifik risiko, hvilket betyder, at de overvurderer skatteskjoldets fordele. Långiveren vil kræve et risikotillæg des større chancen er for konkurs, som blandt andet vurderes ud fra virksomhedens kapitalstruktur, som det også ses af tabel 25. Det er teoretisk en god idé at øge gæld, som MM skriver i 1963, men når skatteskjoldet bliver overgået af omkostninger ved forøgelse af lån, vil det ikke længere være attraktivt for virksomheden at optage mere gæld. Dette ses i graf 4 ved gældsrate på 70 %, hvor vi kan se, at virksomhedens værdi er faldende grundet, at omkostningerne ved at optage ekstra lån overstiger skatteskjoldet. Den optimale kapitalstruktur i både situation A og situation B er i det tænkte eksempel ved en gældsrate ≈ 60 % jf. tabel 25. Vi kan derved konkludere, at hvis den nuværende ejer ønsker at maksimere værdien af virksomheden, skal han teoretisk set optage et lån for virksomheden, og derved øge

virksomhedens gældsratio. I praksis er der flere som argumenterer imod dette, og argumenterer for, at der ikke findes en optimal kapitalstruktur eller formel til dette, og at en forøgelse af gæld ikke vil medføre en øget virksomhedsværdi (Parum, 2016, p. 398). Nationalbanken har i 2014 analyseret forskellige virksomheders kapitalstruktur og deres værdi og sammenlignet disse samt kigget på diverse teorier omhandlende kapitalstruktur herunder MM (Nationalbanken, 2014). Nationalbanken konkluderer, at der hverken findes entydige resultater i litteraturen omkring sammenhæng mellem kapitalstruktur og virksomheders værdi, eller findes statistisk grundlag for sammenhæng mellem virksomheders kapitalstruktur og deres værdi i praksis (Nationalbanken, 2014, pp. 65–67).

Selvom nationalbanken konkluderer, at der i praksis ikke er noget statistisk grundlag, for at en forøgelse af gældsratio fører til forhøjet værdi, gør dette sig gældende i DCF-modellen, da dette sænker cost of capital, indtil det rammer et kritisk punkt, hvor gældsomkostningerne overstiger skatteskjoldet. Følgende kan generelt udledes om virksomheders værdi i form af ovenstående analyse om virksomheders kapitalstruktur:

Sætning 3:

I DCF-modellen vil en forøgelse af gældsratio, alt andet lige, medfører en øget estimeret værdi for virksomheden, indtil låneomkostninger overstiger skatteskjoldet.

Nu er alle parametre, som har indflydelse på PEB Erhvervs cost of capital blevet analyseret, og dette har ført til tre generelle sætninger. Disse generelle sætninger er kommet af analysen af PEB Erhverv og kan ses af nedenstående tabel, hvor både udbyttebeskatning, gældsratio og implikation ved ændringen af disse er medregnet.

Tabel 26: Matrix over PEB Erhvervs estimerede værdi, ved ændring af udbyttebeskatning og gældsratio

PEB Erhvervs estimerede værdi - Matrix								
	Udbyttebeskatning							
Gældsratio	0%	5%	10%	15%	20%	25%	27%	% forskel
70%	342.647	330.199	317.289	303.894	289.986	275.538	269.768	27%
60%	404.772	382.718	360.650	338.572	316.487	294.400	285.814	42%
50%	385.474	360.496	335.982	311.927	288.321	265.161	256.277	50%
40%	322.714	300.996	279.750	258.966	238.635	218.751	211.141	53%
30%	287.659	267.091	247.105	227.684	208.812	190.476	183.490	57%
20%	246.232	228.368	211.013	194.154	177.779	161.878	155.823	58%
10%	214.501	198.700	183.356	168.460	154.000	139.970	134.630	59%
0%	188.815	174.719	161.036	147.756	134.872	122.378	117.626	61%

Sætning 1, som beskriver effekten af udbyttebeskatningens størrelse i forhold til virksomhedens estimerede værdi, kan ses af den faldende estimerede værdi horisontalt i tabel 26. Sætning 2, som beskriver forholdet mellem udbyttebeskatning og virksomhedens gældsratio, kan ses af den faldende procentuelle forskel i tabel 26. Sætning 3, som beskriver gældsratioens effekt, kan ses af den vertikale ændring af virksomhedens værdi, hvor den er stigende indtil den rammer et kritisk punkt i gældsratio, hvor låneomkostningerne overgår skatteskjoldets fordele.

Ved vores tre sætninger kan vi nu udlede følgende om PEB Erhvervs estimerede værdi:

Gældsratio interval $[0;1]$ og udbyttebeskatning interval $[0\%;27\%]$ → estimeret markedsværdi t.kr interval $[117.626;404.772]$, hvilket er en forskel på 244%.

Her kan vi læse os til, at PEB Erhvervs estimerede værdi kan variere fra 117,6 mio. kr. til 404,8 mio. kr., ved ændring af udbyttebeskatnings størrelse og virksomhedens gældsratio. Hvis vi vælger at undersøge, hvor stor en værdiforskel investorens udbyttebeskatning maksimal kan have af effekt på PEB Erhvervs estimerede værdi, skal vi kigge på PEB Erhverv ved en gældsratio på 0% jf. sætning 2:

Gældsratio = 0 og udbyttebeskatning interval $[0\%;27\%]$ → estimeret markedsværdi t.kr interval $[117.626;188.815]$, hvilket er en forskel på 61%. Hertil kan det udledes, at Udbyttebeskatnings størrelse maksimal kan influere virksomhedens værdi med 61 %.

3.7 Situation A contra situation B

WACC er udregnet for begge scenarier og der er nu for situation A og situation B udregnet en estimeret værdi af PEB Erhverv, og herefter foretaget en analyse om effekten af ændringer af

kapitalstruktur og udbyttebeskatningens størrelse. Ved den oprindelig target structure fik PEB Erhverv i situation A en estimeret værdi på 119,1 mio. kr. og en estimeret værdi i situation B på 190,9 mio. kr., hvilket er en forskel i værdi på over 70 mio. kr., svarende til en forskel på 60 %. Herefter blev der i analysen konkluderet, at forskellen i værdi for PEB Erhverv ved situation A og situation B kunne være op til 61 % ved en ændring af virksomhedens kapitalstruktur.

Det er analyseret og udledt, at det i begge situationer er en god investering for investoren at købe PEB Erhverv til den fremfundne estimeret værdi af virksomheden. Værdien af virksomheden for vores investor i situation A og i situation B er dog forskellig, og forskellen vurderes til at være markant, og dette viser, at implikation af en større udbyttebeskatning er signifikant for virksomhedens værdi og derved for investoren. Denne markante forskel i værdi medfører, at investoren potentielt er dårligere stillet i situation A end situation B. I situation A vil investoren give 119,1 mio. kr. for PEB Erhverv, da dette er den estimerede markedsværdi af virksomheden for investoren i dette scenarie. Alt over denne pris vil betyde, at investoren har fortaget en dårlig investering, da han har betalt mere end virksomheden er værd. I situation B, er virksomheden 60 % mere værd for investoren, og dette betyder, at han er villig til at betale 190,9 mio. kr. for PEB Erhverv. Dette gør, at investoren i situation B har mulighed for at overbyde investoren i situation A, uden at han gør sin investering til en dårlig en. Investoren i situation B har endvidere mulighed for at opnå arbitrage, hvis den danske driftsvirksomhed vurderer deres egen værdi på samme måde, som værdien blev udregnet ved situation A igennem en vendor due diligence. Alt dette medfører og betyder, at investoren i situation B står langt bedre stillet end ved situation A, da værdien af virksomheden for investoren er markant større i situation B. Den danske virksomhed vil, alt andet lige, altid vælge at sælge til en investor som befinder sig i en situation lignende situation B, da det er her virksomheden kan opnå den største salgssum. Denne større salgssum eller udeblivelsen af denne, vil blive diskuteret i det integrerede kapitel.

3.8 Delkonklusion

PEB Erhvervs budgetperiode blev sat til fem år, da det blev vurderet, at virksomheden ville opnå et steady state efter dette år. Virksomhedens nettoomsætning blev prognoseret ved en analyse af antallet af afdelinger i virksomheden og deres levetid. Dette blev vurderet valid, da det er i disse afdelinger, virksomheden genererer sin omsætning. Markedsvæksten blev sat til

2 % for alle årene, inklusiv terminalperioden, da dette er OECD's BNP-prognose for Danmark (OECD, 2018).

Budgetteringen viste et estimat om en stigning i nettoomsætning på 18,5 % i første budget år, hvorefter den daler før den i terminalperioden er lig markedsvæksten.

Budgetteringen af virksomhedens driftsomkostninger tager afsæt i virksomhedens overskudsgrad, da denne value driver blev analyseret i rentabilitetsanalysen. I første budgetår sættes PEB Erhvervs overskudsgrad til 6 %, hvorefter den vil stige gradvist og til sidst ende på 11,9 % i terminalperioden. Budgetteringen af PEB Erhvervs netto driftsaktiver vil som budgetteringen af PEB Erhvervs driftsomkostninger også tage afsæt i en value driver, nemlig omsætningshastigheden. Omsætningshastigheden er budgetteret til at gennemgå samme udvikling som virksomhedens overskudsgrad. Virksomhedens fremtidige frie cash flow blev herefter udregnet, og som resultat heraf, blev det budgetteret, at PEB Erhverv havde et positivt og stigende frit cash flow for hver af budgetårene og i terminalperioden.

For at finde nutidsværdien af det fremtidige frie cash flow skulle de tilbagediskonteres ved brug af de gennemsnitlige vægtede kapitalomkostninger. Her blev långiverens afkastkrav sat til 1,86 %, for både situation A og situation B. Ved ejernes afkastkrav blev det fundet nødvendigt at tillægge en præmie som følge af et tab i værdi ved udbyttebeskatning for investoren. Det skyldes en vurdering af, at ejerens afkastkrav må hænge sammen med størrelsen af investorens udbyttebeskatningen, da det antages, at ejeren eller investoren vil udbetale alt overskud som udbytte. Dette medførte, at ejeren i situation A med en udbyttebeskatning på 27 %, havde et afkastkrav på 12,99 %. I situation B, hvor udbyttebeskatning er 0 %, blev ejernes afkastkrav 9,49 %.

Dette betød, at værdien af PEB Erhverv for investoren i situation A blev 119,1 mio. kr., hvor den i situation B blev 60 % større og blev udregnet til 190,9 mio. kr. Denne forskel i værdi blev analyseret og vurderet til at være signifikant, og stillede investoren i situation B langt bedre stillet end i situation A.

4 Integreret kapitel

4.1 Mindre kapitalindskud, færre investeringer

I dette kapitel søges det undersøgt, hvilke potentielle velfærdstab, der kan forekomme som følge af den danske restriktive skattemæssige udbyttebehandling, jf. det juridiske kapitel, som medfører, at danske virksomheder ikke opnår deres reelle maksimale estimerede værdi jf. analysen i det økonomiske kapitel.

I Danmark kan selskaber hente kapital på mange forskellige måder. En af disse er at lade sig opkøbe, hvorpå det sælgende selskab opnår et kapitalindskud, som herefter kan anvendes til investeringer, der kan lede til en ekspansion af virksomheden og en forsat vækst. Det sælgende selskab kan også vælge at udlodde det modtagne beløb som udbytte til selskabsaktionærerne, som herefter kan reinvestere i vækst andre steder.

I den juridiske analyse blev det konkluderet, at de danske skattemyndigheder anvender en for omfattende fortolkning af den nyligt implementeret generalomgåelsesklausul i LL § 3. Denne omfattende fortolkning betyder, at hvorpå ethvert trin i et arrangement kan formodes at være udført med det formål at opnå en skattefordel, såfremt en skattemæssig fordel opnås. Denne generelle formodningsregel medfører hermed mindre attraktive forhold for udenlandske investorer ved at pålægge restriktioner af den frie etableringsret, der ellers er traktatbeskyttet i EU-samarbejdet. Desuden blev det påvist i den økonomiske analyse, at danske selskabers estimerede værdi vil være væsentlig lavere ved disse omfattende restriktioner i form af omfattende udbyttebeskatning, end hvis der herskede symmetri af skattereglerne i det indre marked. I afsnit 3.6.4 blev det påvist at for samme driftsselskab, forekom der en forøgelse i værdi på næsten 60 %, hvis de danske værnsregler ikke blev effektueret ved objektive sammenlignelige forhold. De mulige konsekvenser af omfattende restriktive værnsregler vil derfor være, at selskaberne ikke kan opnå deres maksimale værdi og dermed kan det sælgende selskab ikke få den maksimale kapitalindsprøjtning ved en udenlandsk investering, hvilket resulterer i mindre kapital til fremtidige investeringer, der er nødvendigt for selskabernes vækstmuligheder samt deres konkurrenceevne med udenlandske peers.

En nedsat estimeret værdi for de danske driftsselskaber, fra en udenlandsk investors synspunkt kan have stor betydning for sælgende selskabers fremtid. Den potentielt lavere kapitalindsprøjtning, de danske selskaber kan opnå, kan medføre, at selskaberne må finde sig nødsaget til at optage økonomisk bebyrdende lån for at opveje for faldet i kapitalindskuddet. Ikke nok med at selskaberne kan blive tvunget til at optage et lån, så vil renten på disse lån også være højere for selskaberne. Årsagen til dette kan udledes af den økonomiske analyse, hvori det belyses, at långivers afkastkrav afhænger af virksomhedens nøgletal jf. den selskabsspecifikke risiko. Dette betyder, at ved et lavere kapitalindskud i virksomheden vil afkastkravet for långiveren stige. Denne potentielle økonomiske byrde kan resultere i, at selskaberne ikke vælger at optage lån og derved ikke får rejst den nødvendige kapital, til at selskaberne har mulighed for at investere i fremtidig vækst. Det, at selskaberne bliver økonomisk bebyrdet i større grad eller helt undlader at investere, vil mindske deres vækst og berører områder som f.eks. ansættelse af flere medarbejdere, nye fabrikker, nyt maskineri el.lign. driftsaktiver, og dette vil medvirke til udvikling af et økonomisk deadweight loss for den danske velfærd.

4.2 Deadweight loss – Samfundsøkonomisk tab

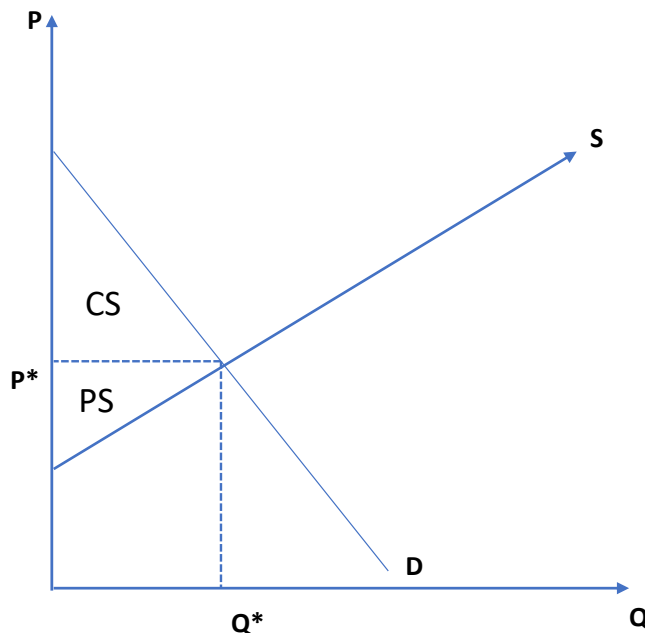
I dette afsnit vil det forsøges at påvise den effekt størrelsen af udbyttebeskatning har på samfundsvelstanden. På baggrund af de juridiske og økonomiske kapitlers resultat vil det nu forsøges at belyse, hvilke effekter den restriktive behandling af udbyttebeskatning har på hhv. forbrugerens og udbyderens overskud. For at skabe forståelse af de to begreber, defineres de herefter kort (Cabral, 2000, p. 16):

Producer surplus (PS - udbyderoverskuddet) er en monetær måleenhed for udbyderens fordel ved at lade sig indgå i en transaktion. Det vil sige, den mængde et selskab drager fordel ved at producere et profitmaksimerende niveau af output (Frank & Cartwright, 2013, p. 361). Denne forskel kan med fordel illustreres ved diagrammer, nærmere bestemt udbudskurven (S-kurven).

Consumer surplus (CS – forbrugeroverskuddet) forstås det samme analogt som ved definitionen af indholdet for producer surplus. Forbrugeroverskuddet er teoretisk set det direkte modsatte af producer surplus. Det vil sige forskellen mellem, hvad forbrugeren er villig til at betale for det udbudte produkt og den pris, som forbrugeren reelt betalte for produktet (Frank &

Cartwright, 2013, p. 149). Dette illustreres med en efterspørgselskurve (D-kurven) (Cabral, 2000, p. 28).

Figur 8: Udbud-/ efterspørgselskurve uden udbyttebeskatning, efficient markedstilstand.



Figur 8 illustrerer det danske marked for udenlandske investorer uden påligning af udbyttebeskatning, hvor de danske driftsselskaber udgør udbudskurven, og efterspørgselskurven repræsenterer de udenlandske investorer. Ligevægten, også kaldet optimumpunktet, findes, hvor udbuds- og efterspørgselskurven skærer hinanden og hermed giver den optimale mængde og pris (Q^*P^*) for markedet, som illustreret ved graf 8. Ligevægtspunktet, hvor den optimale udbudte mængde og den optimale pris skærer hinanden, angiver, hvor markedet agerer efficient (Cabral, 2000, p. 26).

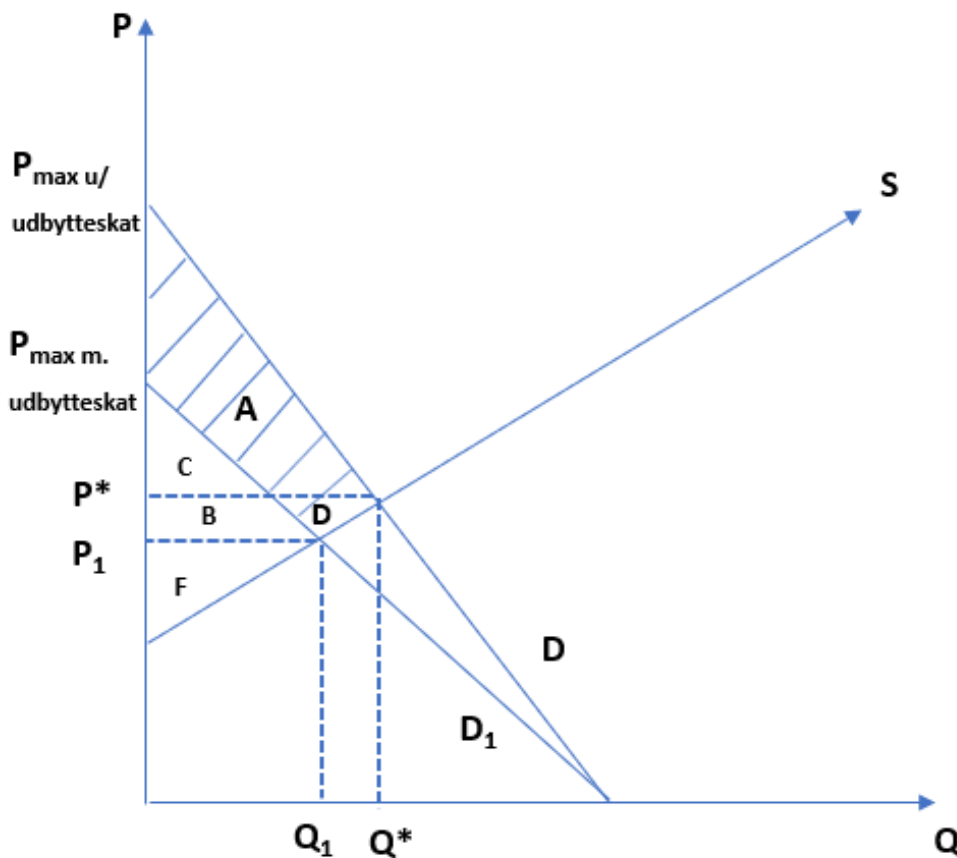
Vi kan ved anvendelse af disse optimumpunkter analysere og vurdere fordele eller ulemper ved udviklingen som følge af en ændring af udbyttebeskatning. Analysen vil forsøge at påvise en teoretisk sum, der illustrerer den højest mulige samfundsvelfærd, med andre ord Kaldor Hicks-optimum (Eide & Stavang, 2014, pp. 110–112).

Ud fra effekten ved at pålægge investorer udbyttebeskatning betragtes det i analysen, hvorvidt producer- og consumer surplus ændres positivt eller negativt som følge af de restriktive værnsregler.

I analysen vil det, foruden at finde overskuddet for forbruger og udbyder, ydermere finde tabet af efficiens i markedet, dvs. dødsvægtstab i samfundsvelfærden. Ved at analysere dette tab, er det muligt at påvise, hvilken effekt størrelsen af udbyttebeskatningen har på samfundsvelfærden.

I analysen, vil der tages udgangspunkt i situation B fra det økonomiske kapitel, hvorpå den udenlandske investor ikke blev pålagt nogen form for udbyttebeskatning, og hvorpå markedet antages at være efficient som illustreret i figur 8. Her kan det udledes af nedenstående figur 9, at udbudskurven, S , og efterspørgselskurven, D , skærer hinanden og giver os optimumpunkter P^* og Q^* . I den økonomiske analyse blev det påvist, at investoren ikke var villig til at betale samme pris for selskabet, såfremt han blev pålagt en udbyttebeskatning, som blev vist ved situation A. Som følge af de restriktive værnsregler vil der derfor blive skabt en ny efterspørgselskurve D_1 . D_1 vil ramme samme punkt på x-aksen som D , men vil skære på et lavere punkt på y-aksen grundet den mindskede selskabsværdi. Dette medfører, at vi får to nye optimumpunkter nemlig P_1 og Q_1 . Både P_1 og Q_1 er lavere end P^* og Q^* og resulterer i, at den danske velfærd nu teoretisk vil opleve et tab i form af nedsat kapitalindskud fra udenlandske investorer. Denne negative indadgående udvikling på udbyderoverskuddet samt forbrugeroverskuddet medfører således det omtalte dødsvægtstab (Frank & Cartwright, 2013, p. 150). Denne situation er illustreret i figur 9

Figur 9: Udbud efterspørgselskurve tillagt ændret udbyttebeskatningsstørrelse



Det ses således i figuren, at vores investor ikke længere vil betale det samme beløb for selskabet, når han pålægges udbyttebeskatning. Dette påvirker derfor efterspørgselskurven negativt til niveauet $P_{\max}$ med udbytteskat. Forbrugeren/investoren mister dermed en andel af sit overskud ved at indgå i en transaktion. Dette ses ved differencen mellem AC og C. Dog får forbrugeren en andel af udbyders overskud vist ved mængden B. I forlængelse heraf oplever udbyder også et værditab i form af differencen mellem BDF og F. Dødvægtstabet ($A+D$), der afledes som konsekvensen heraf, reducerer nu den totale samfundsvelfærd med netop den tabte mængde AD. Dette ses som resultatet af et reduceret forbruger- og udbyderoverskud, eftersom de udenlandske investorer ikke har samme villighed til at indskyde kapital i danske selskaber, og de sælgende selskaber ikke oplever samme sælgerlyst (se afsnit 3.6.4 for differencen mellem situation A og B).

Udbuddet af eksisterende selskaber er uændret, men den samlede udefrakommende kapital er nu mindsket grundet mindre investeringslyst, hvilket resulterer i reduktion af vækstmuligheder, da der sker færre investeringer i markedet. Reduktionen af investeringer illustreres ved

differencen mellem Q^* og Q_1 . Denne reduktion i kapitalindskud i de danske selskaber medfører ligeledes færre investeringer fra de sælgende selskaber, hvilket, som anført i afsnit 4.1, er nødvendigt for væksten i den danske velfærd.

Det kan udledes af figur 9, at efterspørgselskurven D, som illustrerer situation B, har en større hældning end efterspørgselskurve D_1 . Dette betyder, at efterspørgselskurven D_1 er mere elastisk end D. Elasticiteten for efterspørgselskurverne er et udtryk for forholdet mellem mængde og pris. Endvidere viser elasticiteten, hvor mange procent den efterspurgte mængde falder, når prisen stiger med én procent (Frank & Cartwright, 2013, pp. 114–122). Her kan vi af figur 9, udlede, at efterspørgselskurven D er uelastisk smh. D_1 , hvilket betyder, at en ændring i pris ikke har den store betydning for den efterspurgte mængde. Ved D_1 er situationen dog anderledes, da en ændring i pris forårsager en markant større ændring i den efterspurgte mængde ift. D. For efterspørgselskurven D_1 betyder dette, at forbrugerne i højere grad end ved efterspørgselskurven D, vil søge til substituerende produkter i tilfælde af prisforøgelse. Substituerende produkter skal i denne sammenhæng forstås som selskaber i andre lande. Dette betyder, at Danmark ikke blot lider et samfundsøkonomisk tab ved de restriktive værnsregler, men at det også gør det danske marked mere følsomt og usikkert. Dette bidrager til en stærk indikation om, at de danske værnsregler forvrænger det indre marked.

Som vist i den ovenstående diskussion, har værnsregler en negativ påvirkning på grænseoverskridende investeringer i Danmark. Dette er belyst i afsnit 2.5, hvor der sker diskrimination af den udenlandske investor i form af kildeskat på udbytteudlodning på 27 %, men skattefrit udbytte til den danske investor ved objektive sammenlignelige situationer. Derfor anses det mindre attraktivt for investoren at lade sig indgå i transaktionen (indskud af kapital i danske selskaber), da ejerens afkastgrad stiger som følge af den øgede skattebyrde, som påvist i figur 9. Investoren finder det derfor måske mere fordelagtigt at placere sin investering i et andet land eller indenrigs, pga. en lavere WACC heri (Næss-Schmidt, Sunesen, Hansen, & Jensen, 2012, p. 53). Dette resulterer således i forvrængningen af det indre marked.

Ved at indføre værnsregler som indeholdelse af kildeskat i udbytteudlodninger på udenlandske selskaber, reducerer Danmark således sin totale velfærd samtidig med, at den danske stat forvrænger investeringsbeslutningen af placeringen af kapital samt det indre markeds funktionalitet. Dette forekommer, da værnsregler kan afskrække udenlandske investorer fra at foretage

kapitalindskud i det danske marked og at det samtidig kan medvirke til opmuntring af indenlandske investeringer, hvilket skaber forvrængningen. Ved at fjerne skattebyrden fra investoren, vil velfærden stige og opnå de optimale niveauer, således markedet virker efficient uden markedsreguleringer, jf. Kaldor Hicks kriteriet (Eide & Stavang, 2014, p. 110). Dette understøttes af Copenhagen Economics', der beregner en velfærdsstigning som følge af en lempelse/fjernelse af udbyttebeskatning, da dette medfører en reduktion i WACC grundet et mindre præmie-tillæg til ejernes afkastgrad, som dermed vil øge virksomhedsværdien (Næss-Schmidt et al., 2012). Denne velfærdsstigning skyldes væksteffekterne ved en øget kapitalindsprøjtning i det danske samfund og dets selskaber grundet et nu mindre restriktivt marked (Næss-Schmidt et al., 2012, p. 17).

Ved at lempe eller helt fjerne kildeskatten på udbytteudlodningen, vil den danske stat dog miste en del af sin øjeblikkelige indtjening på den udgående udbytteudlodning. Investoren vil, vice versa, opnå tilsvarende reduktion i sin effektive skat, hvilket vil bidrage til en øget værdiansættelse af de danske selskaber og dermed generere et større kapitalindskud i de sælgende selskaber, jf. den ovenstående analyse. Så på trods af en mindre direkte indtjening ved beskatning af udbytte på kort sigt, vil velfærden opleve en total gevinst på mellem til lang sigt, eftersom følgevirkningerne af reduktionen i investorens afkastgrad vil opveje for tabet af skatteprovenuet. (Næss-Schmidt et al., 2012, p. 17). Der opstår således det mest efficiente velfærdsresultat, dvs. Kaldor Hicks-optimalen.

4.3 Delkonklusion

Ud fra den ovenstående analyse omhandlende den danske velfærd, kan det konkluderes, at følgerne af restriktive værnsregler, som den afhandlingsomhandlede LL § 3, hvor en skattefri udbytteudlodning omkvalificeres efter en generel formodningsregel, vil medføre en nedsat investeringslyst i danske selskaber. Dette forekommer, da de restriktive regler gør det danske marked mindre attraktivt og dermed skaber en forvrængning af det indre marked. Dette medfører en reduktion i den danske velfærd, da der ikke længere sker investeringer i de danske selskaber i samme grad. Dette resulterer i forringelse af jobvæksten, ergo en forøgelse i arbejdsløsheden,

hvilket medfører en mindre offentlig indtjening, der per definition er til skade for velfærdssamfundet. Det kan heraf konkluderes, at der er indikation på, at jo mere restriktive (generelle) værnereglerne er, des større tab af velfærd vil den danske stat opleve på mellem til lang sigt.

5. Konklusion

Formålet med afhandlingen har dels været at undersøge, hvorvidt de relevante danske skatteregler på området for udgående udbytter er forenelige med EU-retten. Endvidere har det været søgt at afklare, hvorledes de danske skatteregler påvirker værdiansættelsen af et dansk driftsselskab for en udenlandsk investor perspektiv. I forlængelse heraf, blev det søgt at illustrere den indvirkende effekt på velfærden som følge af de restriktive værneregler.

Det kan konkluderes, ud fra afhandlingens juridiske analyse, at selve begrebsdefinition af udbytte ikke i sig selv kan statuere strid med EU-retten. Det kan dog ikke udelukkes, at netop ved at lave en bredere begrebsdefinition end den i fællesskabet ønsket autonome definition, kan der opstå potentiel risiko for forvrængning af det indre marked som følge af asymmetrien.

Asymmetrien i skatteregi er ikke begrænset til kun udbyttebegrebsdefinitionen. Der hersker endvidere en forskellig behandling af retmæssig ejer. Dette ses i situationer, hvor internationale investorer etablerer et holdingselskab, der har egenskab af at eje en aktiebeholdning i de investerede selskaber - datterselskaber. Disse datterselskaber udlodder et udbytte til sit moderselskab, der er skattefrie for datterselskabsaktier efter ABL § 4 A, jf. SEL § 2, stk. 1, litra C samt SEL § 13, stk. 1, nr. 2. De danske skattemyndigheder foretager efterfølgende en vurdering af, om modtageren af udbyttet er retmæssig ejer af udlodningen. Efter EU-praksis vil det være den direkte modtager, der anses som retmæssig ejer efter bl.a. Generaladvokaten Kokotts forslag til C-116/16, præmis 115, nr. 3. Den danske retspraksis anser dog sædvanligt den ultimative ejer som retmæssig ejer af udlodningen efter en konkret vurdering af relevante forhold, hvor vurderingen foretages efter "substance over form" princippet. Hvis vurderingen ikke viser tilstrækkelig substans, vil udbyttet herefter blive skattepligtigt, da det modtagende selskab vil blive begrænset skattepligtigt af udbyttet. Dette skaber asymmetri ift. EU-retspraksis.

Den danske stat har som følge af de multinationale konstruktioner forsøgt at værne sig mod erodering af deres skattegrundlag ved bl.a. implementering af § 3 i lovebekendtgørelsen nr. 1162

af 01/09/2016. Denne bestemmelse konkluderes at være i overensstemmelse med proportionalitetskravet og dermed forenelig med EU. Dog følger det af afhandlingens analyse af fortolkningen af samme bestemmelse, at den er for vidtrækkende samt opstiller en generel formodning, hvilket ikke er proportionelt og derfor må konkluderes som uforenelig med EU-retten. Der vurderes et behov for ændring af fortolkningen til et mindre restriktivt perspektiv.

Som følge af den restriktive tilgang fra de danske skattemyndigheder, forvrænges potentielt investeringsbeslutningen af placeringen af kapital samt det indre markedes funktionalitet. Dette forekommer, da værnsregler kan afskrække udenlandske investorer fra at foretage kapitalindskud i det danske marked, og at det samtidig kan medvirke til opmuntring af indenlandske investeringer, hvilket skaber forvrængningen. I forbindelse hermed, blev det fundet relevant at undersøge følgerne af dette ift. danske driftsselskabers estimerede værdier. Derfor blev det undersøgt, hvad denne asymmetri af skatteregler på tværs af medlemsstaterne har af påvirkning på værdiansættelse af de danske selskaber, nærmere behandlet på driftsselskabet PEB Erhverv. Ved nøgletalsanalysen, som blev udformet ved brug af den udvidet Dupont-model for PEB Erhverv, blev det påvist, at virksomheden var ekstremt sund og havde formået at øge deres omsætning markant de seneste år. Dette betød, at virksomheden blandt andet havde en høj ROIC, og derfor levede op til de opstillede krav for valg af virksomhed, som skulle afgøre virksomhedens modenhed, og om virksomheden var klar til at udbetale sit overskud som udbytte.

PEB Erhvervs kapitalstruktur er næsten 100 % egenkapitalfinansieret, hvilket er med til at understøtte virksomhedens sundhedsgrad. Det blev vurderet, at virksomheden forventede en væsentlig vækst de kommende år, men at de vil opnå et steady state det femte år, hvilket betød, at budgetperioden blev sat til samme varighed. Virksomhedens nettoomsætning blev prognoseret ved en analyse af antallet af afdelinger i virksomheden og deres levetid. Dette blev vurderet valid, da det er i disse afdelinger, virksomheden genererer sin omsætning. Budgettering af virksomhedens omsætning blev pålagt en markedsvækst på 2 %, inklusiv terminalperioden, da dette er OECD's BNP-prognose for Danmark (OECD, 2018). Den resterende budgettering af PEB Erhverv, som gjorde det muligt at udregne virksomhedens fremtidige frie cash flow, blev dannet på baggrund af virksomhedens historiske nøgletal.

Ved diskonteringsrenten, som udregner nutidsværdien af det fremtidige frie cash flow, blev det påvist, at størrelsen af investorens udbyttebeskatning havde en betydning for investorens/eje-

rens afkastkrav. Dette betød, at nutidsværdien, af det fremtidige frie cash flow for driftsselskabet PEB Erhverv steg med 60 % i værdi, hvis udbyttebeskatningen gik fra 27 % til 0 %. Denne forskel i værdi blev vurderet signifikant og ved optimale strukturforhold kunne denne forskel stige til 61 %.

I den integrerede analyse skulle det påvises, hvad implikationen af de omfattende værnsregler og den nedsatte værdi af danske selskaber har af påvirkning på den danske velfærd. Det blev konkluderet, at dette potentielt medfører en nedsat udenlandsk investeringslyst i danske driftsselskaber og bevirker en forvridning af det indre marked. Dette medfører således et dødvægtstab, hvor den danske velfærd sænkes, da der forekommer færre investeringer til lavere pris grundet de restriktive værnsregler. Dette resulterer i en reduktion i den totale samfundsvelfærd, da investeringsmulighederne forringes, hvilket potentielt leder til en reduktion i jobvækst og derved en forøgelse i arbejdsløshed. Det blev derfor konkluderet, at de danske værnsregler sænker en udenlandsk investors investeringslyst i Danmark, og at dette fører til en nedsat dansk samfundsvelfærd.

6. Forkortelser

ABL	= Aktieavancebeskatningsloven
AOH	= Aktivernes omsætningshastighed
BNP	= Bruttonationalprodukt
DCF-model	= Discounted Cash Flow Model
EBIT	= Earnings before interest and tax
EBITDA	= Earnings before interest, taxes, depreciations and amortization
EK	= Egenkapital
EU	= Europæisk Union
FCF	= Free Cash Flow
FGEAR	= Finansiell gearing
KSL	= Kildeskatteloven
LBK	= Lovbekendtgørelse
LL	= Ligningsloven
MIA	= Minoritetsaktionærernes andel
MIN	= Minoritetsinteresser
MRCL	= Marginal Ressource Cost of Labour
MRPL	= Marginal Revenue Product of Labour
NDA	= Netto driftsaktiver
NFF	= Netto finansielle forpligtelser
NOPAT	= Net operating profit after tax
OECD	= Organisation for Economic Co-operation and Development
OG	= Overskudsgrad
PSL	= Personskatteloven
r	= Gennemsnitlige lånerente i procent
RI	= Residualoverskud
ROE	= Egenkapitalafkast
ROIC	= Afkast på investerede kapital
SEL	= Selskabsskatteloven
SL	= Statsskatteloven
SPREAD	= Nettolåneomkostning i procent
TAA	= Tax Assessment Act
TEUF	= Traktat om Den Europæiske Unions Funktionsområde
WACC	= Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

7. Litteraturliste

Artikler

- Bang Thomsen, P. (2018). EU vil have Google, Facebook og Apple til at betale mere i skat. Retrieved April 25, 2018, from <https://www.dr.dk/nyheder/udland/eu-vil-have-google-facebook-og-apple-til-betale-mere-i-skat>
- Business.dk. (2016). Vanvid: Nu tjener Danmark på at låne penge i 10 år. Retrieved March 14, 2018, from <https://www.business.dk/oekonomi/vanvid-nu-tjener-danmark-paa-at-laane-penge-i-10-aar>

Bøger

- Andersen, I. (2009). *Den skinbarlige virkelighed* (5th ed.). Samfunds litteratur.
- Bjerg, O., & Villadsen, K. (2006). *De sociologiske metoders epistemologi* (1st ed.). Samfunds litteratur.
- Bodie, Z., Kane, A., & J. Marcus, A. (2014). *Investments* (10th ed.). Berkshire: McGraw-Hill Education.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2014). *Principles of corporate finance* (11th ed.). McGraw-Hill Education.
- Cabral, L. M. B. (2000). *Introduction to Industrial Organization* (1. udgave). Massachusetts Institute of Technology.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation* (Third). John Wiley & Sons.
- Eide, E., & Stavang, E. (2014). *Retsøkonomi* (6th ed.). Cappelen Damm A/S.
- Frank, R. H., & Cartwright, E. (2013). *Microeconomics and behavior*. McGraw-Hill Education.
- Hansen, A. O., & Bjørnholm, N. (2002). *Lempelse af dobbeltbeskatning*. Magnus Informatik A/S
- Holm, M., Vriberg Petersen, C., & Plenborg, T. (2005). Værdiansættelse af unoterede virksomheder med DCF-modellen: En undersøgelse af praksis.
- Koller, T., Goedhart, M. H., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (5th ed.). John Wiley & Sons.
- M. Perloff, J. (2016). *Microeconomics* (7th ed.). Pearson.
- Makridakis, S., C. Wheelwright, S., & J. Hyndman, R. (1998). *Forecasting - Methods and Applications*. (I. G. Beth, Ed.) (3rd ed.). John Wiley & Sons.
- Meindl-Ringler, A. (2016). *Beneficial Ownership in International Tax Law*. Wolters Kluwer.
- Nielsen, R., & Tvarnø, C. D. (2014). *Retskilder og retsteorier* (4th ed.). Jurist- og Økonomforbundets forlag.
- Nygaard, C., & Darmer, P. (2005). *Samfundsvidenskabelige analysemetoder* (1st ed.). Samfunds litteratur.

- Parum, C. (2016). *Corporate Finance* (Custom). Copenhagen: McGraw-Hill Education.
- Pedersen, J., Eriksen, C. H., Kerzel, M., & Ferniss, J. (2015). *Skatteretten 2* (7th ed.).
- Plenborg, C. V. P. & T. (2012). *Financial Statement Analysis*. Financial Times Prentice Hall.
- Plenborg, T., & V. Petersen, C. (2015). *Regnskabsanalyse for beslutningstagere* (1st ed.). Thomson-reuters.
- Rønfeldt, T. (2010). *Skatteværn og EU-frihed* (1. udgave,). Jurist- og Økonomforbundets forlag.
- Rønfeldt, T. (2013). *Europæisk skatteret I*. Karnov Group A/S.
- Schmidt, P. K., Tell, M., & Weber, K. D. (2015). *International Skatteret - et dansk perspektiv*. Hans Reitzels Forlag
- Sørensen, O. (2012). *Regnskabsanalyse og værdiansættelse, en praktisk tilgang* (4th ed.). Gjellerup/Gads Forlag,.
- Weeghel, S. Van. (1998). *The Improper Use of Tax Treaties*. Kluwer Law International.
- Yin, R. K. (2006). Case Study Reserach - Design and Methods. *Clinical Research*, 2, 8–13. Sage Publications.

Dansk lovregulering

Aktieavancebeskatningsloven af LBK nr. 1148 af 29/08/2016

Kildeskatteloven af LBK nr. 117 af 29/01/2016

Ligningsloven af LBK nr. 1162 af 01/09/2016

Personskatteloven af LBK nr. 1163 af 08/10/2015

Selskabsskatteloven af LBK nr. 1164 af 06/09/2016

Statsskatteloven af LOV nr. 149 af 10/04/1922

Europæiske lovregulering

OECD. (2015). *OECDs Modeloverenskomst*. (K. Group, Ed.) (6th ed.).

Traktaten om Den Europæiske Unions Funktionsmåde

Forslag til lovregulering

Nielsen, H. K. Forslag til L 49 (2012).

Skatteministeriet, & Engelbrecht, B. Forslag ligningsloven, L 167 (2015).

Internetkilder

- Damodaran, A. (2018a). Beta, Unlevered beta and other risk measures (Western Europe). Retrieved March 20, 2018, from http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html
- Damodaran, A. (2018b). Market value (equity and enterprise value) as multiple of book value (equity and invested capital) - Western Europe. Retrieved February 20, 2018, from <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Danmarks statistik. (2017). Pæn vækst igennem 2016. Retrieved March 7, 2018, from <https://www.dst.dk/da/Statistik/nyt/NytHtml?cid=24075>
- Danmarks statistik. (2018). MPK3: DANMARKS NATIONALBANKS RENTESATSER, PENGEMARKEDSRENTESATSER SAMT OBLIGATIONSRENTEGENNEMSNIT ULTIMO (PCT PA) EFTER TYPE. Retrieved March 7, 2018, from <https://www.statistikbanken.dk/statbank5a/SelectVarVal/Define.asp?MainTable=MPK3&PLanguage=0&PXSId=0&wsid=cftree4>
- Den Store Danske. (2017). kapitalstruktur (Modigliani og Millers sætning om kapitalstrukturirrelevans). Retrieved from [http://denstoredanske.dk/Samfund,_jura_og_politik/Økonomi/Finans/kapitalstruktur/kapitalstruktur_\(Modigliani_og_Millers_sætning_om_kapitalstrukturirrelevans\)](http://denstoredanske.dk/Samfund,_jura_og_politik/Økonomi/Finans/kapitalstruktur/kapitalstruktur_(Modigliani_og_Millers_sætning_om_kapitalstrukturirrelevans))
- Det indre marked. (2018) Retrieved March 20, 2018, from <http://www.eu.dk/da/fakta-om-eu/politikker/dim/konkurrence>
- Formel.dk. (2018). Rentesregning. Retrieved March 7, 2018, from http://www.formel.dk/Matematik/Matematik_rentesregning.htm
- OECD. (2018). Real DCG forecast. Retrieved March 7, 2018, from <https://data.oecd.org/gdp/real-gdp-forecast.htm#indicator-chart>
- S&P Dow Jones. (2018). S&P Global Ratings Definitions. Retrieved March 15, 2018, from https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352
- SKAT. (2013). EVA-modellen. Retrieved from <http://www.skat.dk/skat.aspx?oid=1813239>

Rapporter

- Damodaran, A. (2016). Country Risk: Determinants, Measures and Implications. *Ssrn*, (The 2016 Edition (July 14, 2016)), 1–103.
- DeloitteTouche. (2015). Taxation and Investment in Netherlands 2015. Reach, relevance and reliability.
- EY. (2015). Estimating risk-free rates for valuations, 1–16.
- Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S årsrapport. (2012).
- Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S årsrapport. (2013).
- Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S årsrapport. (2014).

- Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S årsrapport. (2015).
- Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S årsrapport. (2016).
- Nationalbanken. (2014). VIRKSOMHEDERNES KAPITALSTRUKTUR, PRODUKTIVITET OG ADGANG TIL FINANSIERING, 1–18.
- Næss-Schmidt, S., Sunesen, E. R., Hansen, M. B., & Jensen, H. N. (2012). *TAXATION OF CROSS - BORDER DIVIDEND PAYMENTS WITHIN THE EU*.
- Petersen, C., Plenborg, T., & Schøler, F. (2006). Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis? *Ledelse & Erhvervsøkonomi*, 70(3), 157–172.
- PwC. (2016). Værdiansættelse af virksomheder: Sådan fastlægges afkastkravet i praksis.
- Remeur, C. (2015). *Tax Policy in the EU - Issues and Challenges*.
- UNWTO. (2006). UN Report: Taxation and Treaty abuse: EC/18/2006/2, (April).

Retspraksis

- C-6/16, Egiom-sagen
- C-35/98, Verkooijeb-sagen
- C-55/94, Gebhard-sagen
- C-116/16, T Danmark
- C-194/04, Cadbury Schweppes-sagen
- C-221/89, Factortame II-sagen
- C-321/05, Kofoed-sagen
- C-379/05, Amurta-sagen
- SKM.2003.486.H
- SKM.2004.259.H
- SKM.2004.297.H
- SKM.2011.57.LSR
- SKM.2012.591.SR
- SKM.2017.333.SR
- UfR 1998.1534 H
- TfS 2003.890.H
- TfS 2004.482.H

Videnskabelige artikler

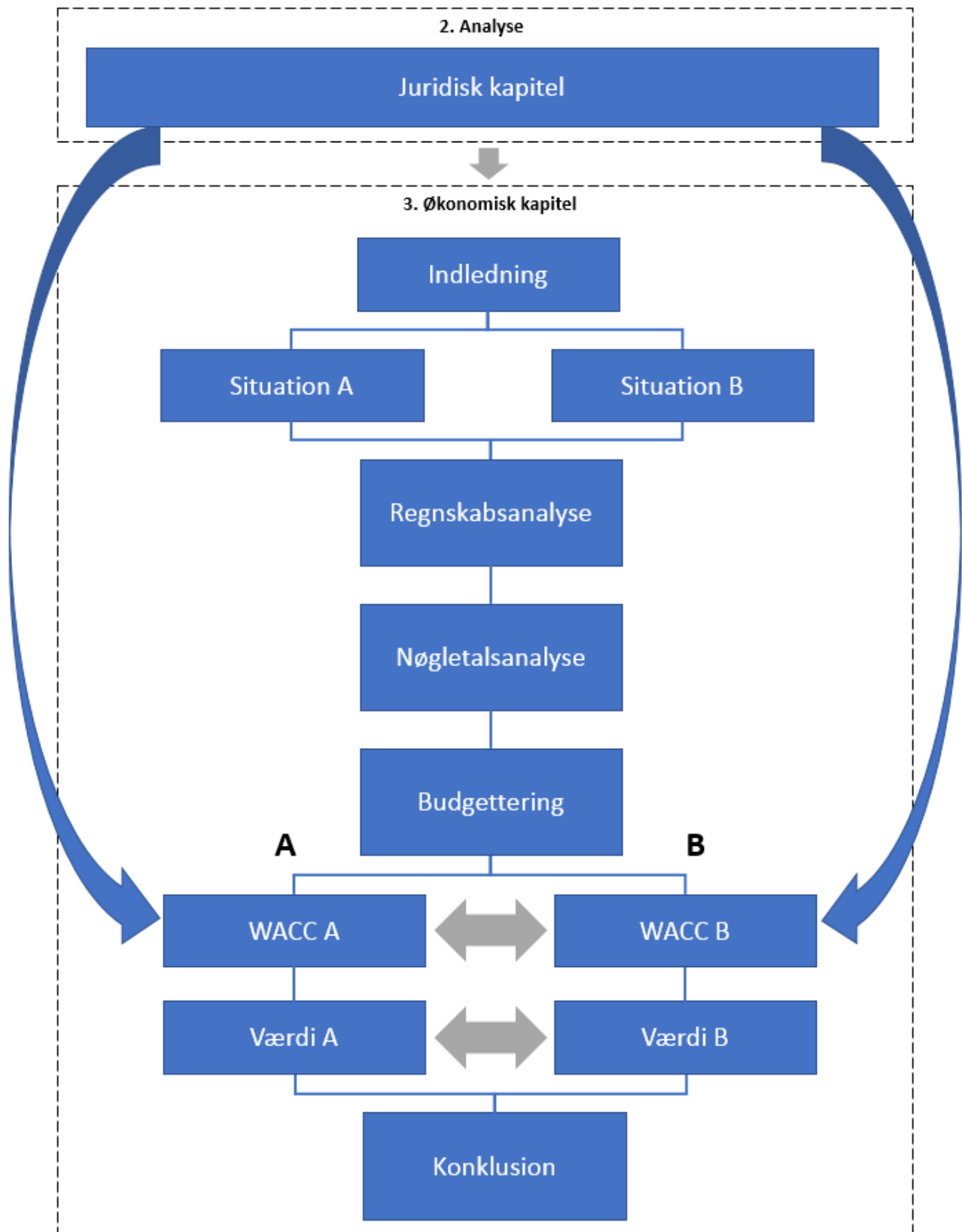
- Banner-Voigt, E. (2016). Aktieavance- og udbyttebeskatning for udenlandske investorer, 210, 13.
- Bundgaard, J. (2017). Første afgørelse om den danske generelle omgåelsesklausul - en vidtgående, men ikke overraskende fortolkning af bestemmelsen, 228, 2-8.
- Collins, E. (2006, February 8). Five Cheap Companies That Create Value. *NYU Stern School of Business*.
- Damodaran, A. (2002). Firm Valuation: Cost of Capital and APV Approaches. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, 0-59
- Damodaran, A. (2015). Dealing with Low Interest rates: Investing and Corporate Finance Lessons.
- Damodaran, A. (2018). Musings on Markets.
- Fernandez, P., Ortiz Pizarro, A., & Fernnndez Accn, I. (2017). Discount Rate (Risk-Free Rate and Market Risk Premium) Used for 41 Countries in 2017: A Survey. *SSRN Electronic Journal*, 1-15.
- Laursen, A. N. (2015). International skatteret 2014-2015, (202), 1-7.
- Laursen, A. N. (2017). Mellem brug og misbrug: Hvor er GAAR grænsen? - Nogle kritiske bemærkninger til SKM2017.333.SR, 9.
- Modigliani, F., & H. Miller, M. (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review* (Vol. 48).
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Ottosen, A. M., & Andersen, S. (2015). Danmark implementerer EU-omgåelsesklausulen. *Skat Udland - Tidsskrift for International Beskatning*, 1-5.
- Schuch, J., & Pinetz, E. (2014). The Definition of Dividends , Interest , Royalties and Capital Gains. *The OECD Model Convention and Its Update 2014*, 1-24.

8. Bilag

Oversigt over bilag

Bilag 1: <i>Struktur – Økonomisk kapitel</i>	124
Bilag 2: <i>Reformulering af balancen for PEB Erhverv</i>	125
Bilag 3: <i>Reformulering af resultatopgørelsen for PEB Erhverv</i>	126
Bilag 4: <i>Konkurrentoverblik - Balance</i>	127
Bilag 5: <i>Konkurrentoverblik - Bruttofortjeneste</i>	127
Bilag 6: <i>Konkurrentoverblik - Egenkapital</i>	127
Bilag 7: <i>Konkurrentoverblik – Overført resultat</i>	128
Bilag 8: <i>Konkurrentoverblik – Personale omkostninger</i>	128
Bilag 9: <i>Konkurrentoverblik – Primær drift</i>	128
Bilag 10: <i>Konkurrentoverblik – Resultat før skat</i>	129
Bilag 11: <i>Konkurrentoverblik – Resultat</i>	129
Bilag 12: <i>Konkurrentoverblik – Overskudsgrad primær drift %</i>	129
Bilag 13: <i>Konkurrentoverblik – Overskudsgrad resultat %</i>	130

Bilag 1: Struktur – Økonomisk kapital



Bilag 2: Reformulering af balancen for PEB Erhverv

Reformuleret Balance					
i tkr.	2012	2013	2014	2015	2016
Langtidsfristede aktiver					
Goodwill	238	183	128	72	1.997
Immaterielle anlægsaktiver i alt	238	183	128	72	1.997
andre anlæg, driftsmateriel og inventar	133	86	59	34	173
Materielle anlægsaktiver i alt	133	86	59	34	173
Langtidsfristede aktiver i alt	371	269	187	106	2.170
Kortfristede aktiver					
Driftslikviditet	12.248	13.224	24.866	6.956	2.836
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	11.061	7.177	16.330	17.870	20.161
Tilgodehavender hos tilknyttede virksomheder	20.531	33.485	6.195	36.876	53.193
Andre tilgodehavender	2.752	2.786	2.544	2.883	1.447
Deposita	181	-	-	-	194
Udskudt skatteaktiv	109	111	103	67	-
Periodeafgrænsningsposter		-	234	966	3.397
Kortfristede aktiver i alt	46.882	56.783	50.272	65.618	81.228
Ikke rentebærende gæld					
Modtagne forudbetalinger fra kunder	1.171	2.719	4.191	2.703	3.123
Selskabsskat	1.486	1.866	2.456	4.924	6.491
Anden gæld	8.212	10.961	16.587	20.366	28.032
Periodeafgrænsningsposter	30	76	14		
Hensættelser til udskudt skat	-	-	-	-	87
Leverandører af varer og tjenesteydelser	2.184	2.323	3.090	2.109	3.667
Ikke rentebærende gæld i alt	13.083	17.945	26.338	30.102	41.400
Nettodriftsaktiver (NDA)	34.170	39.107	24.121	35.622	41.998
Selskabskapital	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Overført resultat	31.661	35.557	20.051	20.804	21.298
Foreslag til udbytte for regnskabsåret	-		-	10.000	12.000
Minoritetsinteresser (efter ny regnskabspraksis)*					7.293
Egenkapital i alt	32.661	36.557	21.051	31.804	41.591
Rentebærende gæld					
Anden gæld	-	-	-	-	805
Rentebærende gæld i alt	-	-	-	-	805
Rentebærende aktiver					
Ande tilgodehavender	379	371	440	172	398
Rentebærende aktiver i alt	379	371	440	172	398
Netto finansielle forpligtelser	- 379	- 371	- 440	- 172	407
Minoritetsinteresser (efter gammel regnskabspraksis)**	1.887	2.920	3.510	3.989	-
Ordinær egenkapital	34.548	39.477	24.561	35.793	41.591
Investeret kapital	34.169	39.106	24.121	35.621	41.998

Bilag 3: Reformulering af resultatopgørelsen for PEB Erhverv

i tkr.	Reformuleret resultatopgørelse				
	2012	2013	2014	2015	2016
Nettoomsætning	63.095	71.965	82.814	103.101	113.364
Driftsomkostninger	- 13.027	- 12.574	- 11.731	- 12.023	- 13.867
Bruttofortjeneste	50.068	59.391	71.083	91.078	99.497
andre driftsindtægter				-	-
andre eksterne omkostninger	- 11.387	- 14.123	- 16.678	- 18.977	- 18.945
resultat af primær drift før særlige poster	38.681	45.268	54.405	72.101	80.552
Særlige poster, indtægter					-
Særlige poster, omkostninger					-
Personaleomkostninger	- 32.534	- 38.135	- 44.948	- 56.010	- 61.815
EBITDA	6.147	7.133	9.457	16.091	18.737
Af- og nedskrivninger af materielle og immaterielle a	- 764	- 254	- 82	- 80	- 106
EBIT	5.383	6.879	9.375	16.011	18.631
Årets aktuelle skat	- 1.525	- 1.866	- 2.463	- 3.985	- 4.204
Årets udskudte skat	- 42	2	8	36	87
regulering af tidligere års skat	1				
Regulering af udskudt skat					
NOPAT	3.817	5.015	6.904	11.990	14.340
Indtægter af kapitalandele i tilknyttede virksomhede	-	-	-	-	2.041
Indtægter af andre kapitalandele, værdipapirer og til	5.288	-	5	492	-
Andre finansielle indtægter	180	478	475	423	67
Andre finansielle omkostninger	- 1	- 225	- 130	- 56	- 37
Netto finansielle omkostninger	5.467	253	350	859	2.071
Årets resultat	9.284	5.268	7.254	12.849	16.411
Minoritetsinteresser	- 472	- 1.373	- 1.759	- 2.095	-
Dirty surplus	-	-	- 21.000	-	- 12.040
Totalindkomst for PEB Erhverv	8.812	3.895	- 15.505	10.754	4.371

Bilag 4: Konkurrentoverblik – Balance

2016 - Balance						
	indeks 2015-2016		Indeks 2012-2016		beløb t.kr 2016	
#1	Red Property Advisers P/S	224	Catella Property Denmark A/S	441	Sadolin & Albæk A/S	88.082
#2	CBRE A/S	171	Lintrup & Norgart A/S	352	Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	83.796
#3	Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	127	Sadolin & Albæk A/S	304	CBRE A/S	50.762
#4	Kraer Erhverv ApS	111	Red Property Advisers P/S	291	Newsec Egeskov & Lindquist A/S	44.835
#5	Sadolin & Albæk A/S	108	CBRE A/S	270	Nybolig Erhverv København A/S	31.428
#6	Lintrup & Norgart A/S	99	Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	176	Colliers International Danmark A/S	31.395
#7	Catella Property Denmark A/S	96	Ejendomsmæglerselskabet Thorkild	117	Catella Property Denmark A/S	30.385
#8	Newsec Egeskov & Lindquist A/S	91	Kraer Erhverv ApS	116	Red Property Advisers P/S	28.618
#9	Nybolig Erhverv København A/S	78	Nybolig Erhverv København A/S	110	Lintrup & Norgart A/S	12.695
#10	Ejendomsmæglerselskabet Thorkild	76	Newsec Egeskov & Lindquist A/S	97	Ejendomsmæglerselskabet Thorkild	3.741
#11	Colliers International Danmark A/S	54	Colliers International Danmark A/S	42	Kraer Erhverv ApS	2.002

Bilag 5: Konkurrentoverblik – Bruttofortjeneste

2016 - Bruttofortjeneste						
	indeks 2015-2016		Indeks 2012-2016		beløb t.kr 2016	
#1	Red Property Advisers P/S	160	Catella Property Denmark A/S	443	Sadolin & Albæk A/S	92.810
#2	CBRE A/S	150	Nybolig Erhverv København A/S	320	Colliers International Danmark A/S	92.082
#3	Nybolig Erhverv København A/S	124	Sadolin & Albæk A/S	312	Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	80.552
#4	Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	112	Red Property Advisers P/S	269	CBRE A/S	64.570
#5	Kraer Erhverv ApS	111	Lintrup & Norgart A/S	239	Red Property Advisers P/S	51.921
#6	Sadolin & Albæk A/S	110	Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	208	Nybolig Erhverv København A/S	39.695
#7	Colliers International Danmark A/S	104	Colliers International Danmark A/S	183	Catella Property Denmark A/S	33.205
#8	Catella Property Denmark A/S	102	CBRE A/S	169	Newsec Egeskov & Lindquist A/S	31.289
#9	Lintrup & Norgart A/S	97	Newsec Egeskov & Lindquist A/S	143	Lintrup & Norgart A/S	16.181
#10	Newsec Egeskov & Lindquist A/S	88	Kraer Erhverv ApS	107	Kraer Erhverv ApS	3.106
#11	Ejendomsmæglerselskabet Thorkild	83	Ejendomsmæglerselskabet Thorkild	43	Ejendomsmæglerselskabet Thorkild	2.119

Bilag 6: Konkurrentoverblik - Egenkapital

2016 - Egenkapital						
	indeks 2015-2016		Indeks 2012-2016		beløb t.kr 2016	
#1	CBRE A/S	220	Catella Property Denmark A/S	####	Sadolin & Albæk A/S	58.660
#2	Kraer Erhverv ApS	172	CBRE A/S	969	Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	41.591
#3	Nybolig Erhverv København A/S	144	Sadolin & Albæk A/S	542	Newsec Egeskov & Lindquist A/S	22.334
#4	Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	131	Lintrup & Norgart A/S	360	CBRE A/S	21.093
#5	Ejendomsmæglerselskabet Thorkild	126	Nybolig Erhverv København A/S	282	Nybolig Erhverv København A/S	19.137
#6	Catella Property Denmark A/S	115	Kraer Erhverv ApS	147	Catella Property Denmark A/S	18.534
#7	Sadolin & Albæk A/S	112	Ejendomsmæglerselskabet Thorkild	129	Lintrup & Norgart A/S	7.707
#8	Red Property Advisers P/S	100	Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	127	Colliers International Danmark A/S	4.079
#9	Lintrup & Norgart A/S	93	Red Property Advisers P/S	100	Ejendomsmæglerselskabet Thorkild	2.188
#10	Newsec Egeskov & Lindquist A/S	77	Newsec Egeskov & Lindquist A/S	69	Kraer Erhverv ApS	1.321
#11	Colliers International Danmark A/S	13	Colliers International Danmark A/S	14	Red Property Advisers P/S	500

Bilag 7: Konkurrentoverblik – Overført resultat

2016 - Overført resultat						
	indeks 2015-2016		Indeks 2012-2016		beløb t.kr 2016	
#1	Ejendomsmæglerselskabet Thorkild	####	CBRE A/S	####	Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	21.298
#2	Colliers International Danmark A/S	726	Nybolig Erhverv København A/S	565	Newsec Egeskov & Lindquist A/S	20.634
#3	CBRE A/S	252	Sadolin & Albæk A/S	367	Sadolin & Albæk A/S	19.400
#4	Nybolig Erhverv København A/S	170	Lintrup & Norgart A/S	300	CBRE A/S	19.093
#5	Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	102	Ejendomsmæglerselskabet Thorkild	229	Nybolig Erhverv København A/S	14.137
#6	Kraer Erhverv ApS	101	Kraer Erhverv ApS	83	Colliers International Danmark A/S	3.579
#7	Lintrup & Norgart A/S	100	Newsec Egeskov & Lindquist A/S	74	Lintrup & Norgart A/S	1.500
#8	Newsec Egeskov & Lindquist A/S	92	Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	67	Kraer Erhverv ApS	376
#9	Sadolin & Albæk A/S	46	Colliers International Danmark A/S	-	Ejendomsmæglerselskabet Thorkild	16
#10	Red Property Advisers P/S	-	Catella Property Denmark A/S	-	Catella Property Denmark A/S	-
#11	Catella Property Denmark A/S	-	Red Property Advisers P/S	-	Red Property Advisers P/S	-

Bilag 8: Konkurrentoverblik – Personale omkostninger

2016 - Personale omk.						
	indeks 2015-2016		Indeks 2012-2016		beløb t.kr 2016	
#1	Red Property Advisers P/S	160	Nybolig Erhverv København A/S	346	Colliers International Danmark A/S	66.501
#2	CBRE A/S	127	Red Property Advisers P/S	269	Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	61.814
#3	Colliers International Danmark A/S	114	Catella Property Denmark A/S	193	CBRE A/S	52.839
#4	Newsec Egeskov & Lindquist A/S	114	Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	190	Red Property Advisers P/S	51.879
#5	Ejendoms­mæg­ler­se­ls­ka­bet Thorkild	111	Lintrup & Norgart A/S	169	Sadolin & Albæk A/S	29.928
#6	Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	110	CBRE A/S	164	Newsec Egeskov & Lindquist A/S	22.309
#7	Sadolin & Albæk A/S	105	Newsec Egeskov & Lindquist A/S	156	Nybolig Erhverv København A/S	21.028
#8	Lintrup & Norgart A/S	104	Colliers International Danmark A/S	147	Catella Property Denmark A/S	12.080
#9	Nybolig Erhverv København A/S	102	Sadolin & Albæk A/S	125	Lintrup & Norgart A/S	8.673
#10	Catella Property Denmark A/S	89	Kraer Erhverv ApS	97	Kraer Erhverv ApS	2.234
#11	Kraer Erhverv ApS	86	Ejendoms­mæg­ler­se­ls­ka­bet Thorkild	54	Ejendoms­mæg­ler­se­ls­ka­bet Thorkild	1.866

Bilag 9: Konkurrentoverblik – Primær drift

2016 - Primær drift						
	indeks 2015-2016		Indeks 2012-2016		beløb t.kr 2016	
#1	CBRE A/S	908	Catella Property Denmark A/S	1.890	Sadolin & Albæk A/S	62.390
#2	Kraer Erhverv ApS	446	Sadolin & Albæk A/S	1.266	Colliers International Danmark A/S	31.038
#3	Nybolig Erhverv København A/S	164	Colliers International Danmark A/S	813	Catella Property Denmark A/S	20.958
#4	Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	116	Lintrup & Norgart A/S	471	Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	18.631
#5	Sadolin & Albæk A/S	112	Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	346	Nybolig Erhverv København A/S	18.341
#6	Catella Property Denmark A/S	111	Nybolig Erhverv København A/S	313	CBRE A/S	11.769
#7	Colliers International Danmark A/S	103	Kraer Erhverv ApS	274	Lintrup & Norgart A/S	7.395
#8	Lintrup & Norgart A/S	89	CBRE A/S	200	Newsec Egeskov & Lindquist A/S	6.908
#9	Newsec Egeskov & Lindquist A/S	51	Newsec Egeskov & Lindquist A/S	126	Kraer Erhverv ApS	857
#10	Ejendomsmæglerselskabet Thorkild	29	Ejendomsmæglerselskabet Thorkild	18	Ejendomsmæglerselskabet Thorkild	253
#11	Red Property Advisers P/S	-100	Red Property Advisers P/S	-150	Red Property Advisers P/S	6

Bilag 10: Konkurrentoverblik – Resultat før skat

2016 - Resultat før skat						
	indeks 2015-2016		Indeks 2012-2016		beløb t.kr 2016	
#1	CBRE A/S	943	Catella Property Denmark A/S	2.081	Sadolin & Albæk A/S	61.937
#2	Kraer Erhverv ApS	394	Colliers International Danmark A/S	1.320	Colliers International Danmark A/S	30.884
#3	Nybolig Erhverv København A/S	166	Sadolin & Albæk A/S	998	Catella Property Denmark A/S	22.624
#4	Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	123	Lintrup & Norgart A/S	469	Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	20.702
#5	Catella Property Denmark A/S	113	Nybolig Erhverv København A/S	318	Nybolig Erhverv København A/S	18.194
#6	Sadolin & Albæk A/S	112	Kraer Erhverv ApS	282	CBRE A/S	11.521
#7	Colliers International Danmark A/S	102	CBRE A/S	198	Lintrup & Norgart A/S	7.402
#8	Lintrup & Norgart A/S	89	Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	191	Newsec Egeskov & Lindquist A/S	6.654
#9	Ejendomsrådgiverselskabet Thorkild	78	Newsec Egeskov & Lindquist A/S	127	Ejendomsrådgiverselskabet Thorkild	1.482
#10	Newsec Egeskov & Lindquist A/S	49	Ejendomsrådgiverselskabet Thorkild	105	Kraer Erhverv ApS	906
#11	Red Property Advisers P/S	-	Red Property Advisers P/S	-	Red Property Advisers P/S	-

Bilag 11: Konkurrentoverblik – Resultat

2016 - resultat						
	indeks 2015-2016		Indeks 2012-2016		beløb t.kr 2016	
#1	CBRE A/S	943	Catella Property Denmark A/S	2.236	Sadolin & Albæk A/S	48.160
#2	Kraer Erhverv ApS	420	Colliers International Danmark A/S	1.001	Colliers International Danmark A/S	23.414
#3	Nybolig Erhverv København A/S	170	Sadolin & Albæk A/S	974	Catella Property Denmark A/S	17.979
#4	Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	128	Lintrup & Norgart A/S	502	Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	16.411
#5	Catella Property Denmark A/S	116	Nybolig Erhverv København A/S	329	Nybolig Erhverv København A/S	14.137
#6	Sadolin & Albæk A/S	115	Kraer Erhverv ApS	303	CBRE A/S	11.521
#7	Colliers International Danmark A/S	99	CBRE A/S	197	Lintrup & Norgart A/S	5.707
#8	Lintrup & Norgart A/S	90	Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	177	Newsec Egeskov & Lindquist A/S	5.379
#9	Ejendomsrådgivningselskabet Thorkild	84	Ejendomsrådgivningselskabet Thorkild	139	Ejendomsrådgivningselskabet Thorkild	1.426
#10	Newsec Egeskov & Lindquist A/S	52	Newsec Egeskov & Lindquist A/S	135	Kraer Erhverv ApS	702
#11	Red Property Advisers P/S	-	Red Property Advisers P/S	-	Red Property Advisers P/S	-

Bilag 12: Konkurrentoverblik – Overskudsgrad primær drift %

2016 - Overskudsgrad primær drift %						
	indeks 2015-2016		Indeks 2012-2016		beløb t.kr 2016	
#1	CBRE A/S	606	Colliers International Danmark A/S	445	Sadolin & Albæk A/S	67%
#2	Kraer Erhverv ApS	403	Catella Property Denmark A/S	427	Catella Property Denmark A/S	63%
#3	Nybolig Erhverv København A/S	132	Sadolin & Albæk A/S	405	Nybolig Erhverv København A/S	46%
#4	Catella Property Denmark A/S	109	Kraer Erhverv ApS	255	Lintrup & Norgart A/S	46%
#5	Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	104	Lintrup & Norgart A/S	197	Colliers International Danmark A/S	34%
#6	Sadolin & Albæk A/S	102	Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	166	Kraer Erhverv ApS	28%
#7	Colliers International Danmark A/S	99	CBRE A/S	119	Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	23%
#8	Lintrup & Norgart A/S	92	Nybolig Erhverv København A/S	98	Newsec Egeskov & Lindquist A/S	22%
#9	Newsec Egeskov & Lindquist A/S	57	Newsec Egeskov & Lindquist A/S	88	CBRE A/S	18%
#10	Ejendomsrådgiverselskabet Thorkild	35	Ejendomsrådgiverselskabet Thorkild	41	Ejendomsrådgiverselskabet Thorkild	12%
#11	Red Property Advisers P/S	-62	Red Property Advisers P/S	-56	Red Property Advisers P/S	0%

Bilag 13: Konkurrentoverblik – Overskudsgrad resultat %

2016 - Overskudsgrad resultat %						
	indeks 2015-2016		Indeks 2012-2016		beløb t.kr 2016	
#1	CBRE A/S	629	Colliers International Danmark A/S	548	Ejendomsmæglerelskabet Thorkild	67%
#2	Kraer Erhverv ApS	379	Catella Property Denmark A/S	505	Catella Property Denmark A/S	54%
#3	Nybolig Erhverv København A/S	138	Ejendomsmæglerelskabet Thorkild	322	Sadolin & Albæk A/S	52%
#4	Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	114	Sadolin & Albæk A/S	312	Nybolig Erhverv København A/S	36%
#5	Catella Property Denmark A/S	114	Kraer Erhverv ApS	282	Lintrup & Norgart A/S	35%
#6	Sadolin & Albæk A/S	105	Lintrup & Norgart A/S	210	Colliers International Danmark A/S	25%
#7	Ejendomsmæglerelskabet Thorkild	101	CBRE A/S	116	Kraer Erhverv ApS	23%
#8	Colliers International Danmark A/S	96	Nybolig Erhverv København A/S	103	Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	20%
#9	Lintrup & Norgart A/S	93	Newsec Egeskov & Lindquist A/S	94	CBRE A/S	18%
#10	Newsec Egeskov & Lindquist A/S	58	Holdingselskabet Poul Erik Bech Erhverv A/S	85	Newsec Egeskov & Lindquist A/S	17%
#11	Red Property Advisers P/S	-	Red Property Advisers P/S	-	Red Property Advisers P/S	0%