



Den skatteretlige kvalifikation af Additional Tier 1 kapital

- konsekvenser for udstedere og investorer

Kandidatspeciale

Oliver Lundgreen Kollerup
Studienummer: 110069

Cand.Merc.(jur.) – Kandidatuddannelsen i
erhvervsøkonomi og erhvervsjura

Morten Brun Winkelmann
Studienummer: 109671

Indholdsfortegnelse

FORKORTELSER	4
ABSTRACT	6
1 INTRODUKTION TIL PROJEKTET	7
1.1 INDLEDNING	7
1.2 PROBLEMFORMULERING	8
1.3 SYNSVINKEL	8
1.4 AFGRÆNSNING	8
1.5 METODE OG TEORI	9
1.5.1 Juridisk Metode og teori	9
1.5.2 Økonomisk metode og teori	11
1.6 STRUKTUR	12
2 REGULERINGEN AF PENGEINSTITUTTERS SOLVENS	14
2.1 HENSYNENE BAG SOLVENSREGULERING	14
2.2 KAPITALKRAVENE I DANSK RET	14
2.2.1 Søjle I kravene	16
2.2.1.1 Den egentlige kernekapital	16
2.2.1.2 Kernekapitalen	17
2.2.1.3 Den samlede kapitalprocent	21
2.2.2 Søjle I kravets komponenter	22
2.3 AT1 KAPITAL I PRAKSIS	23
3 AT1 KAPITAL I DANSK SKATTERET	24
3.1 DEN SKATTERETLIGE KVALIFIKATION AF AT1 KAPITAL	24
3.1.1 Den historiske udvikling	24
3.1.1.1 Særregelen for finansielle virksomheder	24
3.1.1.2 Retsstillingen for ikke-finansielle virksomheder	26
3.1.1.3 Ophævelsen af særreglen	26
3.1.1.4 Skatterådets afgørelse af 28. april 2020 (SKM2020.181)	28
3.1.2 AT1 kapitals rolle i indkomstoppgørelsen	31
3.1.2.1 AT1 kapital i forhold til statsskatteloven	31
3.1.2.2 Finder kursgevinstloven anvendelse på AT1 kapital?	38
3.1.2.3 Aktieavancebeskatningsloven	48
3.1.2.4 Delkonklusion på den skatteretlige kvalifikation	49
3.2 DEN SKATTEMÆSSIGE BEHANDLING AF AFKAST PÅ AT1 KAPITAL	50
3.2.1 Fra udsteders perspektiv	50
3.2.1.1 Løbende betalinger	50

3.2.1.2	Kursgevinster- og tab.....	54
3.2.1.3	Opsummering af den skattemæssige behandling for udsteder.....	56
3.2.2	<i>Fra investors perspektiv.....</i>	56
3.2.2.1	Direkte investorer.....	56
3.2.2.2	Indirekte investorer.....	63
3.2.2.3	Særligt om PAL-beskatning	68
3.2.2.4	Opsummering af investorernes beskatning.....	69
3.3	DELKONKLUSION.....	71
4	KONSEKVENSERNE AF SKATTESTYRELSENS PRAKSIS	72
4.1	FOR INVESTORER.....	72
4.1.1	<i>Investeringsforeningers investering i AT1 kapital</i>	72
4.1.1.1	Funds-of-Funds Strukturer	73
4.1.1.2	Beholdningen af AT1 kapital i IMB'er	76
4.1.1.3	Investering igennem FoF strukturer	77
4.1.1.4	Prisudviklingen på afdelingerne	80
4.1.1.5	Ejerandele gennem FoF strukturer	81
4.1.2	<i>Risikoen ved investering i AT1.....</i>	85
4.1.2.1	De enkelte risikoelementer.....	88
4.1.2.2	Den samlede risiko ved investering i AT1 instrumenter	90
4.2	UDSTEDERS FORHOLD.....	92
4.2.1	<i>Omkostningerne ved de forskellige former for kapital.....</i>	92
4.2.1.1	AT1 kapital.....	93
4.2.1.2	CET1 kapital.....	95
4.2.1.3	Kapitalomkostninger før skat.....	102
4.2.1.4	AT1 kapitals påvirkning af kapitalomkostningerne	102
4.2.2	<i>Kapitalforhold i praksis.....</i>	103
4.2.2.1	Danske Bank.....	103
4.2.2.2	Jyske Bank.....	106
4.2.3	<i>Skattemæssige betragtninger</i>	107
4.2.3.1	Afledte effekter af finansieringen.....	108
4.2.3.2	Kapitalomkostninger efter skat.....	108
4.2.3.3	Effekterne på kapitalomkostningerne af skattefradraget.....	110
4.2.4	<i>Konsekvenserne af lovændringen</i>	112
4.2.4.1	Formålet med loven.....	112
4.2.4.2	Hvilke konsekvenser har øgede kapitalomkostninger?	113
4.2.4.3	Pengeinstitutters finansiering med egen- og fremmedkapital	114
4.3	DELKONKLUSION.....	116
5	KONKLUSION.....	117
	LITTERATUR	119

RETSAKTER	127
DOMS- OG AFGØRELSESREGISTER.....	130
BILAG 1	132
BILAG 2	133
BILAG 3	134
BILAG 4	135
BILAG 5	136
BILAG 6	137
BILAG 7	138
BILAG 8	139
BILAG 9	140
BILAG 10	141
BILAG 11	142

Forkortelser

ABL	Aktieavancebeskatningsloven
AT1	Additional Tier 1
APV	Adjusted Present Value
Basel III	Third Basel Accord or Basel Standards
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CRR	Capital Requirements Regulation
CRD	Capital Requirements Directive
DEP	Meddelelse fra departementet
DKK	Danske kroner
EPS	Earnings per share
FIL	Lov om finansiel virksomhed
FoF	Funds-of-Funds
GBL	Gældsbrevsloven
H	Afgørelse fra Højesteret
ICC	Implied Cost of Capital
IMB	Investeringsinstitut med minimumsbeskatning
KGL	Kursgevinstloven
KL	Konkursloven
KSL	Kildeskatteloven
LTG	Long Term Growth Rate
LR	Afgørelse fra Ligningsrådet
OAS	Option Adjusted Spread
PAL	Pensionsafkastloven
PSL	Pensionsskatteloven
SEK	Svenske kroner
SEL	Selskabsskatteloven
SIFI	Systemisk vigtig finansiel institution

SIKAV	Selskaber for investering med kapital der er variabel
SKM	Skatteministeriets meddelelser
SPO	Skattepolitisk Oversigt
SR	Afgørelse fra Skatterådet
SSL	Statsskatteloven
TfS	Tidsskrift for Skatter & Afgifter
UCITS	Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities
U	Ugeskrift for Retsvæsen
USD	Amerikanske dollars
V	Afgørelse fra Vestre Landsret
WACC	Weighted Average Cost of Capital
YTC	Yield to First Call
Ø	Afgørelse fra Østre Landsret

Abstract

Pursuant to CRR, banks are allowed to include AT1 Capital in their capital requirements for Tier 1 Capital. AT1 Capital is a hybrid form of capital with debt and equity like characteristics. Due to these properties, there were some uncertainties regarding AT1 Capital's qualification under Danish tax law. The uncertainty stemmed from the fact that the capital instrument is perpetual and therefore has no fixed due date, which is a common condition for qualifying as debt under Danish tax law. As a result of the uncertainty, Danish tax legislation contained provisions that made sure AT1 Capital was treated as debt. In 2020 the Danish legislators repealed these provisions, once again giving rise to the issue of AT1 Capital's qualification under Danish tax law.

This thesis sheds light on the uncertainty regarding the qualification of AT1 Capital under Danish tax law. In the Danish Tax Agency's landmark decision from 2020, they concluded that following the repeal of the special provisions, AT1 Capital should no longer be qualified as debt according to Danish tax law. This thesis shows that the Danish Tax Agency's decision is not an expression of applicable law and that AT1 Capital rightfully should be qualified as debt. The main consequence of this being that financial companies would have the right to deduct payments made on AT1 Capital in their taxable income. This conclusion is reached based on an analysis of AT1 Capital's qualification under civil law and whether any of the conditions for deviating from this qualification in tax law applies to AT1 capital.

Subsequently, this thesis shows the consequences of the Danish Tax Agency's qualification of AT1 Capital for issuers and investors. Some investment funds that invest in AT1 instruments, will – if AT1 Capital is not qualified as debt – be imposed an additional tax payment when they invest through FoF structures. However, this thesis shows that several FoF structures still holds positions in AT1 instruments, which indicates that it is still advantageous to invest in AT1 instruments despite the extra tax levied.

For issuers the primary consequence of the Danish Tax Agency's decision is that they will no longer be able to deduct payments on their AT1 Capital in their taxable income. This thesis analyses the cost of capital of two major Danish banks and conclude that the lack of tax deduction on AT1 Capital will entail a 2 per cent increase in the cost of capital of those banks.

1 Introduktion til projektet

1.1 Indledning

Pengeinstitutters forretningsmodel baserer sig på indlån og udlån, hvor pengeinstitutterne får stillet kapital til rådighed fra kunder gennem indlån og herefter forsøger at investere kapitalen til en højere forrentning end den rente, der betales til kunderne. En sådan forretningsmodel er i sin natur risikabel; investeringer kan fejle og udlånskunder kan misligholde deres lån. I et sådant tilfælde vil pengeinstituttet være insolvent, da det ikke kan møde dets forpligtelser over for kunderne i tilfælde af, at disse kræver indlånene udbetalt. I teorien vil pengeinstituttet indse dette og kræve tilsvarende compensation i udlånsrenten. Praksis, senest ved finanskrisen i slutningerne af 00'erne, har dog vist, at dette ikke altid er tilfældet.¹ Som følge heraf stilles der visse krav til pengeinstitutters solvens, herunder at pengeinstitutterne altid skal have et vist niveau af kapital, som kan absorbere tab, der opstår på den løbende drift, uden at den længerevarende drift påvirkes.

En af disse former for tabsabsorberende kapital er AT1 kapital, der kan indgå i pengeinstitutternes kernekapital. AT1 kapital har både gæld- og egenkapitallignende egenskaber, og betragtes generelt som en hybrid form for kapital.² Hybride kapitalinstrumenter skaber særligt problemer i skatteretten, da der ofte er tale om regler og koncepter, der ikke passer ind i den traditionelle opdeling mellem egen- og gældskapital. AT1 kapital er ingen undtagelse. Ved indførelsen af reglerne om AT1 kapital i dansk ret var der stor tvivl om, hvorledes det skulle behandles skatteretligt.

Som følge heraf blev der i 2004 indført en særregel for finansielle virksomheder, hvorefter AT1 kapital skulle kvalificeres som gæld skatteretligt. Dette indebar blandt andet, at der var fradrag for de løbende betalinger. I den mellemliggende periode har ikke-finansielle virksomheder dog ikke kunne opnå samme skatteretlige behandling af deres udstedelser af kapital på lignende vilkår. På baggrund af dette rettede EU-Kommissionen henvendelse til den danske stat, da de mente, at dette udgjorde en positiv forskelsbehandling af den finansielle sektor, som var i strid med EU's regler om statsstøtte. Konsekvensen heraf var, at Folketinget pr. 1. januar 2020

¹ (Hull, 2018), s. 348.

² Heraf også det danske navn: Hybrid kernekapital.

ophævede særreglen, således at der ikke længere kunne støttes ret på denne i forhold til den skatteretlige behandling af AT1 kapital. Herved kastede man de finansielle virksomheder ud i et tomrum, hvor det ikke længere var klart, hvordan AT1 kapitalen skulle behandles skattemæssigt.

1.2 Problemformulering

Med ophævelsen af særreglen genskabte man således den tvivl, der eksisterede ved indførslen af reglerne om AT1 kapital. Dette har medført en usikkerhed omkring, hvordan udstedere og investorer skal forholde sig til det allerede udstedte AT1 kapital. På baggrund heraf ønsker vi at undersøge følgende problemstillinger:

1. Hvordan kvalificeres AT1 kapital skatteretligt?
2. Hvilken konsekvens har Skattestyrelsens praksis for investorer, der investerer i AT1 instrumenter?
3. Hvordan påvirker Skattestyrelsens praksis pengeinstitutters kapitalomkostninger?

1.3 Synsvinkel

Opgaven tager afsæt i problemstillingerne fra udsteders perspektiv. Vi mener dog ikke, at problemstillingerne alene kan anskues ud fra udsteders perspektiv, da det ikke ville give en fyldestgørende undersøgelse af konsekvenserne af den ændrede skattemæssige praksis. Vi vil derfor også betragte problemstillingerne fra et investorsynspunkt, da markedet for AT1 instrumenter påvirkes af det gensidige forhold mellem udstedere og investorer. Eventuelle ændringer for udstederne vil medføre en påvirkning af investorerne, og vi mener derfor, at det er mest hensigtsmæssigt også at inddrage et investorsynspunkt. Vores opgave vil da starte med et neutralt afsnit omkring den skattemæssige kvalifikation af AT1 kapital for derefter at anskue problemstillingerne fra udsteders synspunkt. Herefter skifter vi over i et investorsynspunkt for til sidst at vende tilbage udstedervinklen.

1.4 Afgrænsning

I opgaven behandles kun pengeinstitutters udstedelse af AT1 kapital, da det er disse, som i praksis udgør de væsentligste udstedere af AT1 kapital i Danmark. Problemstillingerne kunne dog opstilles for andre finansielle virksomheder, eksempelvis forsikringsselskaber, og ikke finansielle virksomheder, men opgaven fokuserer alene på pengeinstitutters kapitalforhold.

Pengeinstitutters kapitalforhold reguleres i henhold til et søjlesystem med tre søjler. I denne opgave fokuseres på de juridiske krav, som udgør Søjle I, og ikke på kravene for Søjle II og III. De respektive krav under Søjle II bliver dog inddraget for at give et billede af pengeinstitutternes samlede kapitalkrav.

I forbindelse med hybride instrumenter kan det ofte være relevant at se på forskelle i kvalifikationer i de forskellige lande, da dette eksempelvis kan føre til tilfælde, hvor instrumentet betragtes som egenkapital i en jurisdiktion og gæld i en anden jurisdiktion. Disse problemstillinger holdes generelt uden for afhandlingen.

1.5 Metode og Teori

1.5.1 Juridisk Metode og teori

Den juridiske analyse i opgaven analyserer dansk ret gennem den retsdogmatiske metode, som omfatter jus, faktum, retsfaktum og retsfølge.³ På baggrund af dette vil gældende ret blive udledt, hvilket, ifølge den realistiske retsteori, er en prognose for, hvad domstolene ville komme frem til, hvis de skulle afgøre en lignende (hypotetisk) tvist.⁴ Den retsdogmatiske metode er måden hvorpå man kommer frem til denne prognose.

Prognosen om gældende ret fremlægges på baggrund af retskilder, som danner grundlag for at identificere og fortolke det primære retsgrundlag, som samlet danner grundlag for den juridiske proces.⁵ Ret skilder opdeles i fire grupper: regulering, retspraksis, sædvaner og forholdets natur, men der ingen rangorden de forskellige retskilder imellem.⁶

Regulering består af lov, cirkulærer, vejledninger, herunder juridisk vejledning, som Skattestyrelsen udsteder. Cirkulærer og juridisk vejledning er bindende for myndigheder, men ikke for borgere og virksomheder. Under regulering og lov hører også EU-ret, som sammen med

³ (Tvarnø & Nielsen, 2017), s. 34-35.

⁴ Da det kun er domstolene, som kan endeligt fastlægge gældende ret, så må retsvidenskaben blot anses for værende prognoser om gældende ret. Se: (Ross, 1971), s. 47-48.

⁵ (Monsen, 2012), Se også (Blume, 2019), s. 40-41.

⁶ På trods af at der ikke er nogen rangorden imellem de forskellige retskilder, så kan der dog inden for hver retskilde være en intern rangorden, eksempelvis eksemplificeret i legalitetsprincippet. (Tvarnø & Nielsen, 2017), s. 378. Se også (Blume, 2019), s. 194.

national ret betragtes som et stort system, hvor EU-retten har forrang for dansk ret.⁷ Fra EU-retten har vi forordninger, som er direkte anvendelige uden implementering i national ret,⁸ samt direktiver, som kun er bindende for medlemsstaten, og derfor skal implementeres i national ret for at have gyldighed overfor borgere og virksomheder.⁹

Når det primære retsgrundlag er identificeret, benyttes andre retskilder til fortolkningen, for at kunne finde frem til gældende ret.¹⁰ Som udgangspunkt anvendes en ordlydsfortolkning, men hvis denne ikke giver et klart svar, anvendes en formålsfortolkning, som i dansk ret tager udgangspunkt i forarbejderne til loven.¹¹ Hvis det efter ordlyds- og formålsfortolkningen stadig ikke er muligt at udlede gældende ret, benyttes retspraksis, sædvaner og forholdets natur.

I denne opgave anvendes domme afsagt af danske domstole. Præjudikativværdien af danske domme vurderes ud fra hvilken instans dommen er afsagt ved, med Højesteret rangerende øverst og byretten rangerende lavest, samt om dommen er afsagt med dissens, hvor domme uden dissens tillægges højere præjudikativværdi end domme afsagt med dissens.¹² Udover domme afsagt af domstolene anvendes der i denne opgave også kendelser fra Landsskatteretten, som er bindende for Skattestyrelsen og Skatterådet, samt kendelser fra Skatterådet (tidligere Ligningsrådet), herunder bindende svar. Disse er som udgangspunkt kun bindende for Skattestyrelsen selv, men bliver også tillagt præjudikativværdi af domstolene.¹³

Derudover anvendes også retningslinjer fra Basel-Komiteen, der udgør folkeretlig soft law og retsanvendende myndigheder har derfor pligt til at inddrage det i fortolkningen i sager, hvor den er relevant.¹⁴

⁷ En monistisk tilgang, Se dog U.2017.824 H (Ajos) hvor Højesteret tillægger en dualistisk tilgang.

⁸ (Neergaard & Nielsen, 2016), s. 246.

⁹ Dette følger af EU-Domstolens dom i sag 26/62, ECLI:EU:C:1963:1, Van Gend en Loos mod Den Nederlandske Finansforvaltning, Domstolens dom af 5. februar 1963.

¹⁰ (Monsen, 2012), Se også (Blume, 2019), s. 40-41.

¹¹ (Hansen & Werlauff, 2016), s. 171-173. Se også (Evald, 2016), s. 45.

¹² (Blume, 2019), s. 307. Se også (Evald, 2016), s. 104-105.

¹³ (Langhave Jeppesen, et al., 2017), s. 115-120.

¹⁴ (Tvarnø & Nielsen, 2017), s. 139.

1.5.2 Økonomisk metode og teori

Den økonomiske analyse vil blive fremført på baggrund af finansieringsteori, herunder særligt Markowitzs porteføljeteori,¹⁵ Capital Asset Pricing Model ("CAPM")¹⁶ og Miller og Modiglianis ("MM") teorier om optimal kapitalstruktur¹⁷. Teorierne er begge baseret på neoklassisk økonomisk teori. I kernen af neoklassisk teori finder vi antagelsen om, at individer er fuldkommen rationelle og træffer beslutninger ud fra et profitmaksimeringshensyn.¹⁸ De supplerende antagelser, som indgår i de valgte teorier er, at individerne har fuldkommen information, og at Efficient Capital Market Hypothesis¹⁹ holder.

I opgaven anvender vi porteføljeteori og CAPM til at opstille nogle hypoteser omkring implikationerne af en ændring i lovgivningen, som vi derefter tester ved hjælp af markedssdata. Vores fremgangsmåde i denne del af analysen er som udgangspunkt deduktiv, idet vi tager udgangspunkt i teorien eller en specifik regel, hvorfra vi udleder noget specifikt relateret til det konkrete emne.²⁰ Visse steder i analysen vil vi dog også arbejde induktivt, idet vi på baggrund af de observerede data forsøger at formulere en teori, som vi herefter tester deduktivt.

I den anden del af analysen anvender vi CAPM som værdiansættelsesmodel til afkastkravet på en given aktie, som indgår i vores beregning af de samlede kapitalomkostninger. Validiteten af CAPM som værdiansættelsesmodel er omdiskuteret,²¹ men da det er den mest benyttede model i praksis,²² har vi alligevel valgt at benytte denne. Af disse grunde har vi valgt at supplere CAPM med en Implied Cost of Capital ("ICC") metode til at estimere afkastkravet på en given aktie. De samlede kapitalomkostninger bestemmes ved Weighted Average Cost of Capital ("WACC"), da dette er den i praksis mest benyttede tilgang.²³

WACC-tilgangen er baseret på MMs teorier om kapitalstrukturer. Det er omdiskuteret, om MM's teorier faktisk reflekterer den bagvedliggende motivation for en virksomheds valg af kapitalstruktur, idet MMs teori, når den inkluderer skatter, medfører, at det vil være optimalt

¹⁵ Se (Markowitz, 1952).

¹⁶ Se (Sharpe, 1964) og (Lintner, 1965).

¹⁷ Se særligt (Modigliani & Miller, 1958) og (Modigliani & Miller, 1963).

¹⁸ (Knudsen, 1997).

¹⁹ At markedet er effektivt og altid afspejler al information i markedet. Se (Fama, 1965).

²⁰ Se herom (Knudsen, 1994), s. 57f.

²¹ Se diskussionen i (Brealey, et al., 2020), s. 208 ff.

²² Se (Graham & Harvey, 2001) og nyere eksempel (Nyborg & Mukhlynina, 2016).

²³ (Brealey, et al., 2020), s. 468 og (Nyborg & Mukhlynina, 2016).

at optage så meget gæld som muligt, hvilket virksomheder i praksis ikke gør.²⁴ Vi har dog valgt at anvende MMs teorier som den bagvedliggende teori for at fastsætte kapitalomkostningerne, da opgavens problemstilling vedrører den skattemæssige behandling af et kapitalinstrument, hvilket MM's teorier reflekterer bedst i forhold til alternativerne.²⁵

1.6 Struktur

I det første kapital blev emnevalget, problemstillingen samt den synsvinkel opgaven skrives ud fra introduceret. Formålet med kapitel 1 var derudover at afgrænse projektet nærmere, samt at belyse den metodiske tilgang for henholdsvis den juridiske og økonomiske analyse.

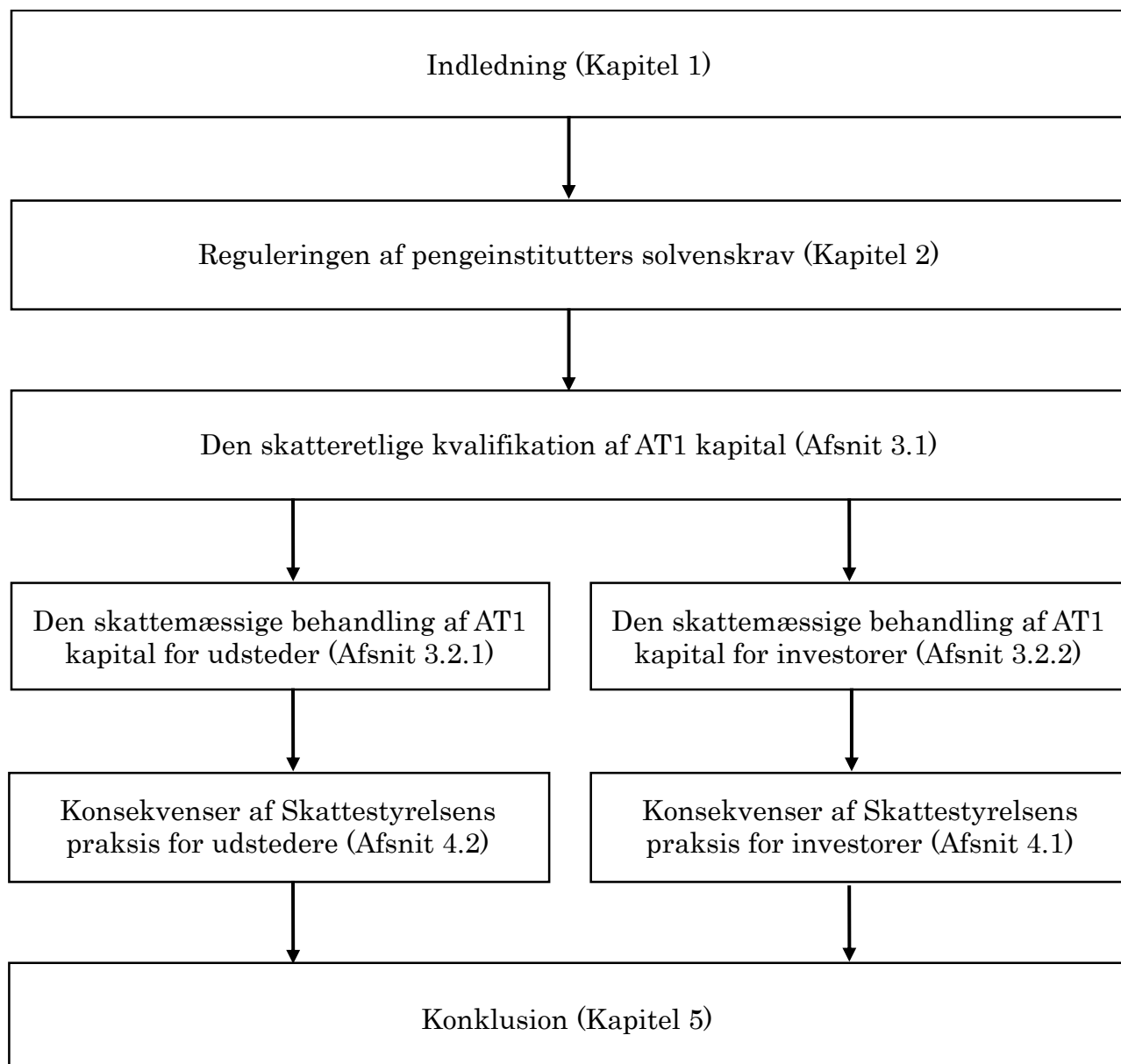
Kapitel 2 og 3 består af den juridiske analyse, hvor kapitalkravene under Søjle I først introduceres og herefter behandles den skattemæssige kvalifikation af AT1 kapital. Analysen tager udgangspunkt i selve kvalifikationen, i forhold til om kapitalinstrumentet skal betragtes som gæld for udsteder, hvorved denne kvalifikations påvirkningen af investorernes valg af investeringer ligeledes behandles.

Det fjerde kapital behandler de finansielle konsekvenser af Skattestyrelsens praksis om AT1 kapital. Kapitlet tager sit udspring i investorers investeringer i AT1 kapital gennem de såkaldte Funds-og-funds strukturer, og hvilken risiko der kan tillægges kapitalinstrumentet. Derefter behandles udsteders kapitalomkostninger i relation til AT1 kapital kontra den der er for CET1 kapital. Til sidst diskuteres hvorvidt de danske myndigheders formål med lovændringen kan siges at være opnået, ved at de påtænker sig, at banker helst skal finansiere sig med egenkapital i modsætning til fremmedkapital.

Kapitel 5 præsenterer en samlet konklusion for alle af de foregående kapitler.

²⁴ Se diskussionen i (Brealey, et al., 2020) s. 493ff.

²⁵ Som alternativer til MM's teorier kan eksempelvis nævnes trade-off teorien, pecking order teorien og free cash-flow teorien. For en udførlig gennemgang af de forskellige teorier se: (Myers, 2001).



2 Reguleringen af pengeinstitutters solvens

2.1 Hensynene bag solvensregulering

Som nævnt i indledningen er der visse ting, der taler for, at pengeinstitutter skal have et krav til kapitalen. Et pengeinstitut, der ønsker at sikre sig mod indtjeningstab, kan øge deres solvens for at få bedre beskyttelse i krisetider. I den forbindelse må pengeinstituttet dog overveje, at selvom højere solvens leder til bedre dækning i krisetider og herigennem bedre fundingvilkår, kan finansiering med kapital, der indgår i solvensberegningen, ikke anvendes som aktiv kapital, og aktionærerne kan derfor bebrejde pengeinstituttet for ikke effektivt at udnytte sin kapital.²⁶

Pengeinstitutter er dog ikke de eneste, som har en interesse i solvenskrav. I tilfælde af at pengeinstituttet møder økonomiske problemer, vil aktiverne værdi blive mindre end kravene på indskuddene, hvilket fører til, at kunderne kan miste deres indlån helt eller delvist. Dette taler for, at man skal stille et højt solvenskrav til pengeinstitutter, da pengeinstituttets mulighed for at bære tab, uden at indskydere lider skade, bliver større.²⁷ Ydermere er kundernes indskud ofte sikret af staten gennem indskydergarantien. En indskydergaranti uden solvenskrav kan lede til, at pengeinstitutter tager for mange risici, og det er derfor afgørende, at man supplerer indskydergarantien med kapitalkrav.²⁸ På den anden side vil et højt solvenskrav også kræve, at pengeinstituttet binder sin kapital, hvilket – alt andet lige – begrænser finansieringsmulighederne for eksempelvis erhvervskunder, og dermed begrænser samfundets vækstmuligheder.²⁹ Den afvejning mellem disse hensyn, som man er kommet frem til, kan findes i lov om finansiel virksomhed³⁰ ("FIL") § 124, stk. 1 og 2.

2.2 Kapitalkravene i dansk ret

I FIL § 124 har man indført en forpligtelse for et pengeinstituts bestyrelse og direktion til at sikre, at instituttet har et tilstrækkeligt kapitalgrundlag, ved at opgøre instituttets individuelle

²⁶ (Baldvinsson, 2011), s. 246-247.

²⁷ (Baldvinsson, 2011), s. 246.

²⁸ (Hull, 2018), s. 348.

²⁹ (Baldvinsson, 2011), s. 246.

³⁰ Lov nr. 453 af 10. juni 2003 med senere ændringer som konsolideret i lovbekendtgørelse nr. 1447 af 11. september 2020 om finansiel virksomhed.

solvensbehov, der ikke kan være mindre end kapitalgrundlagskravet efter artikel 92, stk. 1, litra c og minimumskapitalkravet i artikel 93 af CRR³¹. CRR og CRD IV³² udgør tilsammen implementeringen af Basel III regimet i europæisk ret. Bestemmelsen i FIL indeholdt tidligere en eksplicit angivelse af de to kapitalkrav,³³ men ved vedtagelsen af CRR reviderede man FIL,³⁴ hvilket fører til at kapitalkravene for pengeinstitutter nu findes i CRR, der som forordning er direkte gældende i dansk ret. Som følge heraf, skal kapitalgrundlaget mindst udgøre³⁵:

- i. En samlet kapitalprocent³⁶ på 8%, jf. CRR art. 92, stk. 1, litra c; dog
- ii. Mindst den krævede startkapital på det tidspunkt, hvor pengeinstituttet blev meddelt tilladelse, jf. CRR art. 93, hvilket på nuværende tidspunkt udgør 5 mio. euro, jf. FIL § 7, stk. 7.

Den samlede kapitalprocent på 8% består af forskellige komponenter, der tilsammen udgør de såkaldte "Søjle I" krav³⁷. Søjle I kravene suppleres af Søjle II og Søjle III kravene, hvor Søjle II kravene er de "bløde" individuelle solvenskrav, som fastsættes af Finanstilsynet under hensyntagen til de særlige og individuelle risici i de enkelte pengeinstitutter, og Søjle III kravene er krav til specifikke oplysninger, som pengeinstituttet skal offentliggøre.³⁸ Søjleterminologien, som stammer fra Basel-retningslinjerne, anvendes ikke i hverken CRR eller CRD IV, men benyttes i praksis af både EBA og Finanstilsynet såvel som andre praktikere. I overensstemmelse med opgavens afgrænsning behandles alene kravene under Søjle I i følgende afsnit.

³¹ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 575/2013 af 26. juni 2013 om tilsynsmæssige krav til kreditinstitutter og investeringsselskaber og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 ("CRR").

³² Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2013/36/EU af 26. juni 2013 om adgang til at udøve virksomhed som kreditinstitut og om tilsyn med kreditinstitutter og investeringsselskaber, om ændring af direktiv 2002/87/EF og om ophævelse af direktiv 2006/48/EF og 2006/49/EF ("CRD IV").

³³ Som stammede fra Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF af 20. marts 2000 om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut. Bemærk, at et "kreditinstitut" i EU-lovgivning omfatter det danske begreb "pengeinstitut".

³⁴ Ved lov nr. 268 af 25/03/2014 om ændring af lov om finansiel virksomhed og forskellige andre love

³⁵ FIL § 124, stk. 1 og 2, gennemfører art. 73 i CRD IV, der dog ikke indeholder en eksplicit henvisning til kravene i CRR. Bestemmelsen supplerer den generelle selskabsretlige forpligtelse om, at der til hver en tid skal være et "forsvarligt kapitalberedskab", jf. Selskabslovens § 115, stk. 1, nr. 5 (bestyrelse) og § 118, stk. 2 (direktion).

³⁶ Som uddybet nedenfor i afsnit 2.2.1.3.

³⁷ Kapitalkrav, hvis manglende overholdelse kan føre til inddragelse af pengeinstituttets tilladelse, se FIL § 225.

³⁸ (Nielsen & Eklund, 2019), s. 299-300.

2.2.1 Søjle I kravene

Søjle I kravet består af tre komponenter, jf. CRR art. 92, stk. 1:

- i. En egentlig kernekapitalprocent på 4,5%;
- ii. En kernekapitalprocent på 6%; og
- iii. En samlet kapitalprocent på 8%.

Alle tre krav er udtrykt i procentdel af den samlede risikoeksponering, jf. CRR art. 93, stk. 2. Kravene er sorteret efter hvor tabsabsorberende de er, hvor egentlig kernekapital rangerer øverst. Tabsabsorberingen afspejles i sondringen mellem *going-concern* og *gone-concern* kapital. Going-concern kapital er kapital, der absorberer tab, når pengeinstituttet er going-concern, mens gone-concern kapital er kapital, der absorberer tab, når banken ikke længere er going-concern.³⁹ Kernekapitalen er going-concern kapital, mens den supplerende kapital betragtes som gone-concern kapital.

2.2.1.1 Den egentlige kernekapital

Egentlig kernekapital er den danske oversættelse af det engelske begreb Common Equity Tier 1 ("CET1"), som anvendes herfra, da det er dette begreb der i praksis anvendes. CET1 kapitalposter er for pengeinstitutter følgende poster, jf. CRR art. 26:

- i. Kapitalinstrumenter, der opfylder betingelserne i CRR art. 28 eller 29;
- ii. Overkurs ved emission i forbindelse med de i (i) nævnte instrumenter;
- iii. Overført resultat;
- iv. Akkumuleret anden totalindkomst;
- v. Andre reserver; og
- vi. Midler til dækning af generelle kreditinstitutrisici.

I en dansk kontekst betyder det, at CET1 kapitalen generelt udgøres af pengeinstituttets indbetalte⁴⁰ aktie- eller andelskapital, indbetalte garantikapital, reserver samt overførte over- eller underskud.⁴¹ For at finde frem til CET1 kapitalen tager man summen af CET1 kapitalposterne, foretager juteringerne efter CRR art. 32-35, og fratrækker fradragene i art. 36 og undtagelserne og alternativerne i art. 48, 49 og 79, jf. CRR art. 50.

³⁹ (Hull, 2018), s. 382.

⁴⁰ Selvom Selskabslovens § 33 hjemler ret til kun at indbetale 25% af aktiekapitalen fraskærer FIL § 13, stk. 1 dog denne mulighed for finansielle virksomheder ved at kræve, at aktiekapitalen indbetales fuldt ud. Uanset hvad vil aktiekapitalen derfor være indbetalt i et pengeinstitut.

⁴¹ (Nielsen & Eklund, 2019), s. 301.

2.2.1.2 Kernekapitalen

Et pengeinstituts kernekapital er summen af instituttets CET1 kapital og dets hybride kernekapital, jf. CRR art. 25. Hybrid kernekapital er den danske oversættelse af det engelske begreb Additional Tier 1 ("AT1") Capital, som anvendes herfra. AT1 kapitalposter er for pengeinstitutter følgende poster, jf. CRR art. 51:

- i. Kapitalinstrumenter, som opfylder betingelserne i CRR art. 52, stk. 1⁴²; og
- ii. Overkurs ved emission i forbindelse med de i (i) nævnte instrumenter.

Betingelserne for kapitalinstrumenterne i art. 52 er kumulative, og de vigtigste elementer gennemgås enkeltvis i det følgende.

2.2.1.2.1 Udstedt og betalt

Det følger af CRR art. 52, litra a, som er modificeret ved CRR2, at instrumenterne skal være udstedt direkte af et pengeinstitut og fuldt indbetalt.⁴³ Fuldt indbetalt stiller ingen krav til måden hvorpå kapitalen indbetales, men alene at den er blevet "*received with finality by the bank, is reliably valued, fully under the bank's control and does not directly or indirectly expose the bank to the credit risk of the investor*".⁴⁴

2.2.1.2.2 Efterstillet kapital

CRR art. 52, litra d kræver, at instrumenterne skal være efterstillede supplerende kapitalinstrumenter i tilfælde af instituttets insolvens. Da udgangspunktet i dansk ret er, at långivere er stillet lige, jf. Konkurslovens⁴⁵ ("KL") §§ 92-98, hvor långivere vil være omfattet af KL § 97, forudsætter dette, at långiver accepterer at stå tilbage i kreditorrækkefølgen for andre kreditorer.⁴⁶ Kravet om at kapitalinstrumenterne skal efterstilles ville dog være illusorisk, hvis der samtidig blev stillet sikkerhed, og der må derfor heller ikke stilles sikkerhed eller garantier

⁴² CRR art. 52, stk. 1 er senere blevet modificeret ved EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS FORORDNING (EU) 2019/876 af 20. maj 2019 om ændring af forordning (EU) nr. 575/2013 for så vidt angår gearingsgrad, net stable funding ratio, krav til kapitalgrundlag og nedskrivningsrelevante passiver, modpartskreditrisiko, markedsrisiko, eksponeringer mod centrale modparter, eksponeringer mod kollektive investeringsordninger, store eksponeringer og indberetnings- og oplysningskrav, og forordning (EU) nr. 648/2012 (herefter "CRR2").

⁴³ Bestemmelsen hed tidligere: "Instrumenterne er udstedt og betalt." Ligesom ovenfor gælder der, at hvis AT1 kapitalen udstedes som aktiekapital, vil det ikke være muligt at udstede et instrument, som ikke er fuldt indbetalt. Det er sjældent, at gældsinstrumenter ikke udbetales fuldt ud ved udstedelse.

⁴⁴ (Bank for International Settlements, 2019), s. 17.

⁴⁵ Lov 1977-06-08 nr. 298 Konkursloven med senere ændringer som konsolideret ved Lovbekendtgørelse 2021-05-03 nr. 775 Konkurslov

⁴⁶ Dette kan være i form af *speciel tilbagetræden* ved udstedelse af en tilbagetrædelseserklæring eller *generel tilbagetræden* i form af et ansvarligt lån. Se herom (Kure, 2018), s. 411-436.

fra koncernforbundne selskaber, jf. CRR art. 52, litra e, og instrumenterne må ikke have ordninger, som forbedrer fordringernes rangorden ved insolvens eller likvidation, jf. CRR art. 52, litra f.

2.2.1.2.3 Uamortisable og uden incitament til førtidig indfrielse

Det følger af CRR art. 52, litra g, at instrumenterne skal være uamortisable (perpetual) og uden bestemmelser, der indeholder incitament til førtidig indfrielse. Dette krav er en nyskabelse i Basel III regimet, da Basel II regimet ikke indeholdt et sådant krav.⁴⁷ Incitamenter til førtidig indfrielse sker eksempelvis ved "step-up" klausuler, hvor renten på en obligation stiger efter 5 eller 10 år, men findes i mange forskellige former. Sådanne klausuler var tidligere ganske normale ved udstedelsen af AT1 kapital af skattemæssige årsager,⁴⁸ men erfaringerne fra den finansielle krise i 2007-2009 viste, at kapital med incitamenter til førtidig indfrielse ikke var så tabsabsorberende, som det var meningen, at AT1 kapital skulle være.

Med bemyndigelse i CRR art. 52, stk. 2, litra a har EBA udarbejdet reguleringsmæssige tekniske standarder om formen og arten af indfrielsesincitamenterne, hvilket har resulteret i, at Kommissionen har vedtaget en delegeret forordning på området.⁴⁹ Artikel 20 i den delegerede forordning bestemmer først, at et indfrielsesincitament er *"alle egenskaber, der pr. udstedelsesdatoen skaber en forventning om, at kapitalinstrumentet sandsynligvis indfries"*, og opremser herefter en række, ikke udtømmende, former for incitamenter, som anses for at have et indfrielsesincitament⁵⁰:

- i. En call option⁵¹ kombineret med en stigning i instrumentets kreditspænd, hvis det pågældende call ikke anvendes;

⁴⁷ For de tidligere gældende regler (under Basel II) for klassifikationen og medregningen af kapitalinstrumenter som AT1 kapital, se eksempelvis (Baldvinsson, 2011), s. 256-263.

⁴⁸ Se (Barfield, 2011), s. 57 og 326, hvor det fremgår, at man designede instrumenterne til at kvalificeres som gæld (og herved være skattemæssigt fradragsberettiget). Step-up klausulernes anvendelse er et eksempel herpå, se afsnit 3.1.1.2 nedenfor.

⁴⁹ KOMMISSIONENS DELEGEREDE FORORDNING (EU) Nr. 241/2014 af 7. januar 2014 om udbygning af Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 575/2013, for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder for kapitalgrundlagskrav for institutter.

⁵⁰ EBA har udgivet et consultation paper om nye reguleringsmæssige tekniske standarder, som skal erstatte den nuværende forordning. For så vidt angår art. 20, er den dog praktisk talt identisk. Pkt. (i)-(iii) er identiske med de af Basel-komiteen nævnte indfrielsesincitamenter i (Bank for International Settlements, 2019), s. 17-18.

⁵¹ En call option i denne sammenhæng er, at udsteder har en mulighed for at indfri (calle) obligationen på et på forhånd fastsat tidspunkt.

- ii. En call option kombineret med et krav eller en investorooption om at konvertere instrumentet til et egentligt kernekapitalinstrument, hvis det pågældende call ikke anvendes;
- iii. En call option kombineret med en ændring i referencesatsen, hvor kreditspændet over den anden referencesats er større end den oprindelige betalingssats minus swapsatsen;
- iv. En call option kombineret med en forøgelse af indfrielsesbeløbet i fremtiden;
- v. En remarketing option kombineret med en stigning i instrumentets kreditspænd eller en ændring i referencesatsen, hvor kreditspændet over den anden referencesats er større end den oprindelige betalingssats minus swapsatsen, hvis der ikke foretages remarketing af instrumentet; og
- vi. Marketing af instrumentet på en sådan måde, at investorerne får en forventning om, at instrumentet vil blive indfriet.

Kravet om at instrumenterne skal være uamortisable er ikke nærmere defineret i CRR eller den ovennævnte delegerede forordning, men det følger af Basel Kommissionens guidelines, at instrumenter, som er daterede, men indeholder en ”mandatory rollover”,⁵² ikke kan behandles som værende uamortisable. Et instrument uden udløbsdato, som automatisk konverteres til aktier på et prædefineret tidspunkt, kan betragtes som uamortisable, medmindre at det samtidig indeholder en call option, som skaber et incitament til førtidig indfrielse.⁵³

2.2.1.2.4 Krav til førtidig indfrielse

I stil med kravet om, at instrumenterne skal være uamortisable og uden incitament til førtidig indfrielse, findes kravet om, at instrumenterne alene kan indfries med myndighedernes (Finanstilsynets) tilladelse, og først fem år efter udstedelsesdatoen, undtagen i de tilfælde, hvor betingelserne i artikel 78, stk. 4 er opfyldt⁵⁴, jf. CRR art. 52, stk. 1, litra i samt art. 77.

Finanstilsynet giver tilladelse til indfrielse, hvis: (i) instrumenterne erstattes med instrumenter af samme eller højere kvalitet på betingelser, som er forsvarlige i forhold til instituttets indtjeningsevne; og (ii) instituttet godtgør, at dets kapitalgrundlag efter indfrielsen overstiger

⁵² Et eksempel på et instrument med en mandatory rollover er en obligation, hvis udløbsdato er om et år, men hvor obligationen automatisk fornyes ved udløb indtil den indfries.

⁵³ (Bank for International Settlements, 2019), s. 18-19.

⁵⁴ Betingelserne for indfrielse før, at der er gået fem år efter udstedelsesdatoen er, hvis der: (i) er indtrådt et ”tax-event”; eller (ii) er indtrådt en ”regulatory event”, jf. CRR art. 78, stk. 4. Bemærk, at et tax-event kan være, at udsteder ikke længere har fradrag for udlodningerne, jf. eksempelvis bestemmelserne i de i afsnit 2.3 nedenfor nævnte AT1 instrumenter.

kravet efter CRR art. 92, stk. 1, jf. CRR art. 78, stk. 1. Som et udslag af kravene om, at AT1 kapital skal være uamortisabel og opfylde visse krav for at blive indfriet, må pengeinstituttet heller ikke angive eller tilkendegive, at instrumenterne vil blive indfriet før tid, jf. CRR art. 52, stk. 1, litra j og k.

2.2.1.2.5 Begrænsninger af udlodninger på instrumentet

Da AT1 kapital skal være tabsabsorberende, ville det ikke være i overensstemmelse med formålet, hvis pengeinstituttet foretog en udlodning på AT1 kapitalen, der medførte, at instituttet ikke var i stand til at absorbere et tab på driften. Af denne grund findes der begrænsninger på, hvornår et pengeinstitut må foretage udlodninger på AT1 kapitalen.

Udlodninger må kun foretages, jf. CRR art. 52, stk. 1, litra l, hvis:

- i. De udbetales fra poster, der kan udloddes⁵⁵;
- ii. Størrelsen af udbetalingerne påvirkes ikke af instituttets kreditsituation;
- iii. Udlodninger er diskretionære på et ikke-kumulativt grundlag⁵⁶;
- iv. Annullering af udlodninger betragtes ikke som misligholdelse⁵⁷; og
- v. Annullering af udlodninger pålægger ikke instituttet restriktioner⁵⁸.

Kravene indebærer, at såkaldte ”dividend pushers”⁵⁹ er forbudte, og ligeledes må instrumentet heller ikke indeholde en klausul, der tillader investorer at konvertere instrumentet til aktier, såfremt at udlodningen annulleres.⁶⁰

2.2.1.2.6 Nedskrivning eller konvertering af hovedstol

Pengeinstituttet skal i tilfælde af en ”udløsende hændelse” nedskrive instrumentets hovedstol permanent eller midlertidigt, eller konvertere instrumenterne til egentlig egenkapital, jf. CRR

⁵⁵ I en dansk kontekst vil det vurderes efter kravet til udbytteudlodning i Selskabslovens § 180, stk. 2 om hvilket beløb der kan anvendes til udbytte samt § 179, stk. 2 om, at uddelingen skal være forsvarlig.

⁵⁶ Det vil sige, at såfremt pengeinstituttet annullerer en (eller flere) udlodning(er), vil denne/disse ikke kumulere, således at næste gang pengeinstituttet foretager en udlodning, vil de alene være forpligtet til at udlodde den enkelte udlodning og ikke eventuelle tidligere annullerede udlodninger.

⁵⁷ Hvilket ellers ville være det obligationsretlige udgangspunkt, hvorfor bestemmelserne i udstedelsen af instrumentet eksplicit skal angive, at det ikke er tilfældet.

⁵⁸ Dette vil normalvis være tilfældet i låneaftaler, hvor bestemmelserne (covenants) pålægger parten i misligholdelse visse restriktioner i tilfælde af, at denne misligholder sin betaling i henhold til aftalen.

⁵⁹ Hvor et pengeinstitut er forpligtet til at udlodde, hvis det foretager udlodning på et andet (typisk lavere stående) instrument. Dividend Stoppere, hvor udlodning på et højere rangerende instrument forbydes, hvis der ikke udloddes på AT1 kapitalen, er dog ikke forbudte, medmindre de hindrer den diskretion, som pengeinstituttet har i forhold til udlodningen eller hvis det hindrer rekapitaliseringen af pengeinstituttet. Se (Bank for International Settlements, 2019), s. 19.

⁶⁰ (Bank for International Settlements, 2019), s. 16.

art. 52, stk. 1, litra n. En ”udløsende hændelse” foreligger, når pengeinstituttets egentlige kernekapitalprocent reduceres til 5,125% eller en højere procentsats, som fastsættes af pengeinstituttet i instrumentets vilkår, jf. CRR art. 54, stk. 1, litra a.⁶¹ Pengeinstituttet fastsætter selv i instrumentets bestemmelser, om der skal foretages en nedskrivning eller konvertering. Værdien af nedskrivningen eller konverteringen skal medføre, at instituttets egentlige kernekapitalsprocent kommer op på 5,125% eller, hvis dette ikke er muligt, hele instrumentets hovedstol, jf. CRR art. 54, stk. 4.

2.2.1.3 Den samlede kapitalprocent

Den samlede kapitalprocent beregnes ud fra instituttets kapitalgrundlag, jf. CRR art. 92, stk. 2, litra c. Instituttets kapitalgrundlag er summen af dets kernekapital og supplerende kapital, jf. CRR art. 72. Supplerende kapital er den danske oversættelse af Tier 2 Capital, som anvendes herfra. Tier 2 kapitalposter omfatter følgende, jf. CRR art. 62:

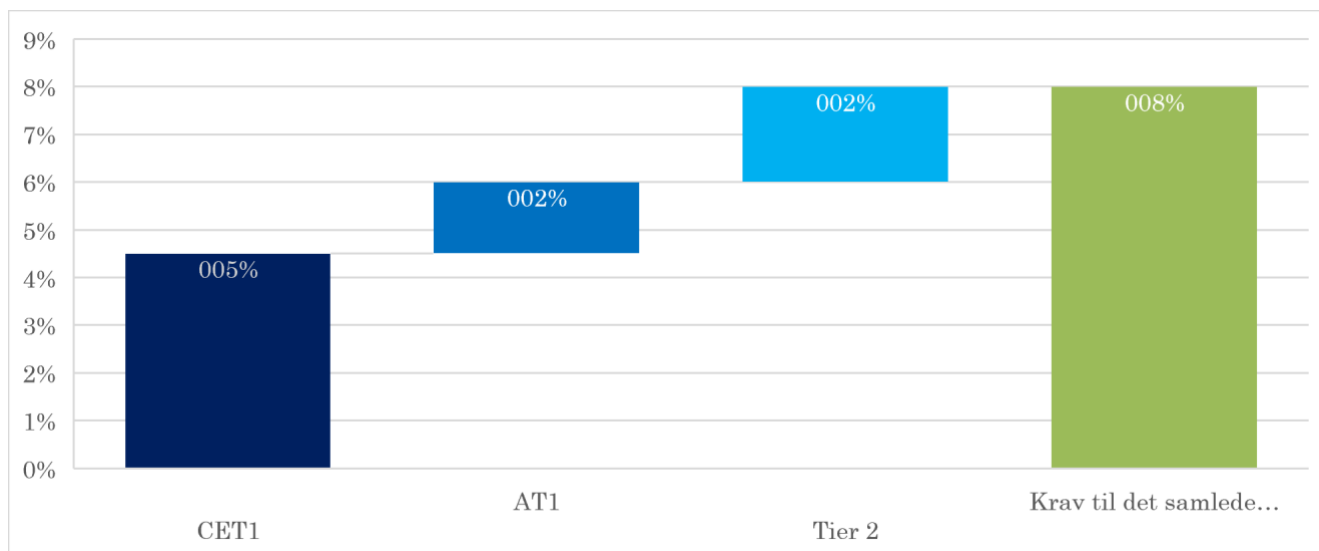
- i. Kapitalinstrumenter og efterstillede lån, når betingelserne i art. 63 er opfyldt;
- ii. Overkurs ved emission i forbindelse med de i (i) nævnte instrumenter;
- iii. Et tillæg på en procentdel af de risikovægtede eksponeringsbeløb afhængig af hvilken beregningsmetode for det risikovægtede eksponeringsbeløb, som pengeinstituttet anvender.

Betingelserne i art. 63 minder delvist om dem for AT1 kapital, men dog med den forskel, at Tier 2 kapital jo rangerer lavere end AT1 kapital, og Tier 2 kapital derfor alene skal være efterstillet alle ikke efterstillede fordringer, jf. CRR art. 63, stk. 1, litra d. Desuden skal Tier 2 kapital heller ikke være uamortisable, men alene have en oprindelige løbetid på mindst fem år, jf. CRR art. 63, stk. 1, litra g, og udlodningen er ikke længere diskretionær. Tier 2 kapital må dog stadig ikke indeholde et incitament til førtidig indfrielse og kan ligeledes kun indfries efter Finanstilsynets godkendelse eller hvis betingelserne i art. 78, stk. 4, er opfyldt, jf. CRR art. 63, stk. 1, litra h og j.

⁶¹ Den kan dog også foreligge ved andre begivenheder, hvis pengeinstituttet har angivet dette i instrumentets bestemmelser, jf. CRR art. 54, stk. 1, litra b.

2.2.2 Søjle I kravets komponenter

Da vi nu ved hvad de enkelte kapitalposter, som udgør de tre komponenter i CRR art. 92, stk. 1 repræsenterer, kan vi dekomponere Søjle I kapitalkravets bestanddele på følgende vis:



Figur 1: Kapitalkravets bestanddele

Bemærk dog, at den faktiske fordeling af CET1, AT1 og Tier 2 kapital kan være anderledes. Dette skyldes, at alene kravet for CET1 kapital specificerer et mindstekrav, mens kravene for resten udgør residualen mellem CET1 kravet og kravet til henholdsvis kernekapital og kapitalgrundlag. Et pengeinstitut, der har 6% CET1 kapital, opfylder således kravet til kernekapital helt uden AT1 kapital i dets kapitalstruktur, og hvis det også har minimum 2% Tier 2 kapital, kan det således opfylde kravet til kapitalgrundlag helt uden AT1 kapital. Tilsvarende kan et pengeinstitut have 4,5% CET1 kapital og 3,5% AT1 kapital, og herved leve op til alle kapitalkravene helt uden Tier 2 kapital. Omvendt vil det ikke være muligt at have 4,5% CET1 kapital og 3,5% Tier 2 kapital eller 6% AT1 kapital og 2% Tier 2 kapital. Hvorvidt det er muligt at udskifte de forskellige former for kapital med hinanden, og stadig leve op til kapitalkravene, er gengivet i figuren nedenfor.

Nuværende\Potentiel	CET1	AT1	Tier 2
CET1		Kan ikke udskiftes	Kan ikke udskiftes
AT1	Kan udskiftes		Kan ikke udskiftes
Tier 2	Kan udskiftes	Kan udskiftes	

Figur 2: Indbyrdes udskiftning af kapitalinstrumenter

2.3 AT1 kapital i praksis

Ovenfor findes de formelle krav til AT1 kapital, men for at behandle instrumenterne skattemæssigt, må vi se nærmere på hvordan instrumenterne anvendes i praksis. Her har vi valgt at fokusere på 3 af de største 4 SIFI-institutter i Danmark⁶², og de væsentligste karakteristika ved de udstedte AT1 instrumenter er gengivet nedenfor.

Udsteder:	Instrument:	Udstedt den:	Beløb:	Rente (årlig):	Call option:	First call date:	Rente reset:	Reset date:	Trigger-event:	N/K
Danske Bank	Obligationer	23.11.2016	DKK 3 mia.	3m CIBOR + 4,75%	Ja	23.11.2021	Nej	N/A	CET1 < 7%	Nedskrivning
Danske Bank	Obligationer	18.02.2015	EUR 750 mio.	5,875%	Ja	06.04.2022	Ja	06.04.2022	CET1 < 7%	Nedskrivning
Danske Bank	Obligationer	28.03.2017	USD 750 mio.	6,125%	Ja	28.03.2024	Ja	28.09.2024	CET1 < 7%	Konvertering
Danske Bank	Obligationer	26.06.2018	USD 750 mio.	7%	Ja	26.06.2025	Ja	26.12.2025	CET1 < 7%	Konvertering
Nykredit	Obligationer	15.10.2020	EUR 500 mio.	4,125%	Ja	15.04.2026	Ja	15.10.2026	CET1 < 7,125%	Nedskrivning
Jyske Bank	Obligationer	21.09.2017	EUR 150 mio.	4,75%	Ja	21.09.2027	Ja	21.09.2027	CET1 < 7%	Nedskrivning
Jyske Bank	Obligationer	09.04.2019	SEK 1 mia.	3m STIBOR + 5%	Ja	09.04.2024	Nej	N/A	CET1 < 7%	Nedskrivning
Jyske Bank	Obligationer	16.09.2016	DKK 500 mio.	3m CIBOR + 5,3%	Ja	16.09.2021	Nej	N/A	CET1 < 7%	Nedskrivning
Jyske Bank	Obligationer	16.09.2016	SEK 1,25 mia.	3m STIBOR + 5,8%	Ja	16.09.2021	Nej	N/A	CET1 < 7%	Nedskrivning

Figur 3: AT1 kapital i Danske SIFI-Institutter pr. 24.02.2021⁶³

Alle instrumenterne er udstedt efter, at CRR trådte i kraft, og derfor underlagt de ovennævnte krav. Det ses straks, at alle instrumenterne udstedes som obligationer, der i øvrigt er uamortisable. Som følge heraf er udlodningerne på instrumenterne renter, der dog betales på diskretionær basis. Trigger-eventen, som udløser en eventuel nedskrivning eller konvertering, er også fastsat højere end minimumskravet til en udløsende hændelse efter CRR art. 54, stk. 1, litra a, men dette skyldes, at den opgøres på koncernbasis. Vi ser også, at alle obligationerne har en call option, der for obligationerne med fast rente er kombineret med et rente reset, således at første rentebetaling på eller efter first call date er den resettede rente. Ser vi nærmere på Danske Banks 7% obligationer, fremgår det, at de 7% kommer af en referencerente på 2,87%, som er den 7-årige US Treasury Rate på tidspunktet for udstedelse, plus en margin på +413bps. Ved reset beregnes den nye rente ved den 7-årige Treasury Rate på det tidspunkt plus marginen på +413bps. Samme fremgangsmåde anvendes for de andre obligationer med reset. Udsteder vil derfor have en fordel af at calle obligationen, hvis de ved en af de fastlagte call dates kan opnå en lavere margin ved refinansiering. Der er dog ingen garanti for at dette vil være tilfældet, og som følge heraf kan instrumenterne med rente reset ikke siges at indeholde et incitament til førtidig indfrielse.

⁶² Danske Bank A/S, Nykredit Realkredit A/S og Jyske Bank A/S, Nordeas danske selskab (Nordea Kredit Realkreditaktieselskab) har ikke udstedt nogle AT1 instrumenter.

⁶³ Jyske Bank har desuden udstedt to AT1 instrumenter tilbage i 2004 og 2005, som stadig er udestående. Men da de ikke længere kvalificeres som AT1 kapital under CRR, er de ikke medtaget.

3 AT1 kapital i dansk skatteret

3.1 Den skatteretlige kvalifikation af AT1 kapital

3.1.1 Den historiske udvikling

Reglerne om AT1 kapital blev indført i dansk ret ved lov nr. 428 af 6 juni 2002. Disse indebærer, som nævnt ovenfor, at visse gældsinstrumenter kan medregnes som del af den ansvarlige kapital, hvis en række betingelser er opfyldt. I dansk ret var det store spørgsmål dog, hvorvidt instrumentet udgjorde gæld i en skatteretlig forstand. Tvivlen opstod hovedsageligt på baggrund af, at obligationerne er uamortisable og der derfor ikke er aftalt et forfaldstidspunkt for gælden.

For virksomheder er det dog essentielt at kende den skatteretlige kvalifikation. For AT1 kapital er det især relevant, hvorvidt der er fradrag for rentebetalingerne på de pågældende lån. Virksomhederne har en interesse i at opfylde de solvens-, regnskabs- eller ratingmæssige krav til egenkapital, samtidig med at de kan bibeholde et skattemæssigt rentefradrag.⁶⁴ Med henblik på at afklare tvivlen fremsatte forhenværende Skatteminister Svend Erik Hovmand (V) den 5. november 2003 lovforslag 60, der blandt andet vedrørte den skatteretlige kvalifikation af AT1 kapital.

3.1.1.1 Særregelen for finansielle virksomheder

For at skabe klarhed vedrørende den skattemæssige behandling af renteudgifter på AT1 kapital, blev der i lovforslaget foreslået en udtrykkelig hjemmel i ligningslovens⁶⁵ ("LL") § 6 B til, at finansielle udstedere af AT1 kapital skulle have en fradragsret til renteudgifterne. Således fremgik det af LL § 6 B, at renter af gæld, der ikke forfalder på et forud aftalt tidspunkt, behandles som renter af anden gæld ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst, såfremt følgende betingelser er opfyldt:

⁶⁴ (Bundgaard, 2019).

⁶⁵ Lov 1942-12-19 nr. 517 om midlertidige Ændringer i Reglerne om Paaligning af Indkomst- og Formueskat til Staten med senere ændringer, som konsolideret ved Lovbekendtgørelse 2019-08-08 nr. 806 om påligningen af indkomstskat til staten.

- i. Gældsforholdet skal være fastlagt ved udstedelse af et gældsinstrument. Gældsinstrumenter, der udstedes i papirløs form (dematerialiseret), skal være registreret i en værdipapircentral;
- ii. Debitor i henhold til gældsinstrumentet skal enten være en stat, et kreditinstitut som omhandlet i artikel 1, nr. 1, litra a, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF af 20. marts 2000, et fondsmæglerselskab, investeringsforvaltningsselskab eller forsikringsselskab; og
- iii. Kreditor i henhold til gældsinstrumentet skal have en årlig rente. Vilkårene for rentens størrelse og variation skal være fastlagt ved udstedelsen af gældsinstrumentet, og vilkårene kan efterfølgende alene ændres som følge af forhold, hvorpå såvel debitor som kreditor i henhold til gældsinstrumentet er uden indflydelse.

Som konsekvens heraf skulle instrumentet også behandles på linje med andre pengefordringer og anden gæld i skattelovgivningen. Derfor blev der indsat en bestemmelse i kursgevinstlovens⁶⁶ ("KGL") § 1, stk. 5 og 6. Af forslaget til KGL §§ 1, stk. 5 og 6 fulgte det, at pengefordringer der ikke forfalder på et aftalt tidspunkt, må behandles som andre pengefordringer, hvis betingelserne i LL § 6 B er opfyldt.

Lovgiver gjorde det klart under lovforslaget, at deres opfattelse af retstillingen var, at "*debitor efter de gældende regler i statsskattelovens § 6, litra e, om fradrag for renter af gæld ikke har fradrag for eventuelle rentebetalinger (på AT1 kapital, red.)*", samt at "*når der i relation til debitor ikke er tale om en gæld i skatteretlig forstand, er der i relation til kreditor heller ikke tale om en fordring i skatteretlig forstand. Dermed finder kursgevinstlovens regler om beskatning af gevinst og tab på fordringer og gæld ikke anvendelse*".⁶⁷ Lovgiver var altså af den overbevisning, at man ved indførslen af LL § 6 B og KGL §§ 1, stk. 5 og 6 ændrede retsstillingen fra, at AT1 kapital ikke blev anset som gæld til, at det nu blev anset som gæld. Det er dog langt fra sikkert, at retsstillingen på dette tidspunkt faktisk var sådan. Under behandlingen af lovforslaget bad Skatteministeriet nemlig Kammeradvokaten om at udarbejde et notat om, hvad den skattemæssige retsstilling måtte antages at være på området, efter at der i forbindelse med lovbehandlingen var rejst tvivl om, hvorvidt Skatteministeriets opfattelse var korrekt. Kammeradvokaten konkluderede i notatet, at:

⁶⁶ 1997-06-10 nr. 439 om skattemæssig behandling af gevinst og tab på fordringer, gæld og finansielle kontrakter med senere ændringer, som konsolideret ved lovbekendtgørelse 2016-10-25 nr. 1283 om skattemæssig behandling af gevinst og tab på fordringer, gæld og finansielle kontrakter.

⁶⁷ Lovforslag 60, Folketingsåret 2003/1, specielle bemærkninger til § 4.

*"På baggrund af en samlet afvejning af de ovenfor anførte momenter og ikke mindst, fordi forholdet lovgivningsmæssigt betragtes som lån, finder jeg (...), at det ligger inden for rammerne af statsskattelovens § 6, stk. 1, litra e, at anse kapitalinstrumenterne hybrid kernekapital og ansvarlig lånekapital uden fast løbetid som gæld i skattemæssig henseende, eller i hvert fald som låneforhold, der kan sidestilles med gæld, uanset den ubegrænsede løbetid på lånene. Det er derfor min opfattelse, at renter, der betales af disse instrumenter, må være fradragsberettigede for debitorselskaberne i medfør af statsskatteloven."*⁶⁸

Kammeradvokaten var altså af den opfattelse, at retsstillingen allerede før lovforslaget var, at AT1 kapitalen var at anse som gæld, og som følge heraf var rentebetalingerne fradragsberettigede. Lovgiver valgte dog at fastholde sin opfattelse af retsstillingen og vedtog lovforslaget den 27. maj 2004 som lov nr. 457 af 9. juni 2004.

3.1.1.2 Retsstillingen for ikke-finansielle virksomheder

Retsstillingen var efter vedtagelsen af lovforslaget klar for finansielle virksomheder. For ikke-finansielle virksomheder gjaldt dog, at renter fra gældslignende instrumenter, som nævnt i LL § 6 B, stk. 1, nr. 1, vil falde udenfor LL § 6 B, og i stedet blive behandlet efter de almindelige skatteretlige regler, herunder den skatteretlige gælds- og rentedefinition. Til trods for Kammeradvokatens notat har Skatterådet i sager, der har omhandlet fradrag for renter på obligationer med en løbetid på 1.000 år,⁶⁹ lagt vægt på, at der var skattemæssigt fradrag, da lånene var forrentet i en sådan grad, at der var skabt et incitament til at indfri før den aftalte frist indenfor en overskuelig årrække, idet forrentningen herefter steg kraftigt via en step-up klausul. Modsætningsvist må det følge heraf, at Skatterådet ikke anser gæld med en løbetid på 1.000 år, og hermed også uamortisable obligationer, for gæld i skatteretlig forstand. Ikke-finansielle virksomheder har derfor ikke i henhold til Skattestyrelsens praksis haft de samme muligheder for at fradrage rentebetalinger på gæld med meget lang løbetid som finansielle virksomheder havde det i medfør af LL § 6 B.

3.1.1.3 Ophævelsen af særreglen

Den 2. oktober 2019 blev lovforslag L 22 fremsat, som havde til hensigt at ophæve bestemmelsen om rentefradrag for finansielle virksomheders AT1 kapital i LL § 6 B, samt bestemmelsen i KGL §§ 1, stk. 5 og 6. Med ændringen præciserede lovgiver, at AT1 kapital nu ville blive

⁶⁸ L 60, Folketingsåret 2003/1, Bilag 92.

⁶⁹ Eksempelvis SKM2015.293.SR og SKM2016.97.SR.

behandlet efter de almindelige skatteretlige regler. Skatteministeren udtalte, at finansielle virksomheder derfor skulle behandles på samme måde for sine løbende betalinger på AT1 kapital, som virksomheder der før ikke opfyldte kravene i LL § 6 B, hvilket vil bero på de almindelige skatteregler, herunder praksis fra Skatterådet.⁷⁰

Baggrunden for ophævelsen, som blev fremsat i lovforslaget, er, at Europa-Kommissionen ("Kommissionen") var gået i gang med at undersøge en række landes særregler på området for AT1 kapital. Her havde Kommissionen fundet, at de danske regler om at give de finansielle udstedere en fradragsret var en positiv forskelsbehandling, og blev derfor set som uforenelige med EU's statsstøtteregele.⁷¹ Man ønskede derfor med ophævelsen af både LL § 6 B og KGL § 1, stk. 5 og 6 at ensrette regelsættet for alle udstedere, så der ikke kunne rejses nogen tvivl om, hvorvidt fradragsreglerne vedrørende AT1 kapital var forenelige med EU-retten.

I bemærkningerne til lovforslaget anfører Finans Danmark, at man kunne have fjernet noget af usikkerheden ved vurderingen af AT1 kapital, ved at løse problemet som Storbritannien. De har valgt at bevare reglerne for finansielle virksomheder, samtidig med at man udvider fradragsretten til også at omfatte ikke-finansielle virksomheder.⁷² Skatteudvalget forklarer, at der er to centrale grunde til, at man ikke har gjort som Storbritannien. For det første vil ophævelsen sikre en forenkling af skattereglerne, da det skatteretlige gældsbegele vil gælde for alle selskaber. For det andet vil ophævelsen "*gøre op med en samfundsøkonomisk uhensigtsmæssighed, at skattereglerne tilskynder finansielle virksomheder til at basere sig på hybrid kernekapital frem for egentlig egenkapital, som vurderes at have bedre egenskaber ift. at absorbere tab*"⁷³. En udvidelse af reglerne ville dermed kunne tilskynde, at gældskvoten ville blive større i de ikke-finansielle virksomheder.⁷⁴

Under lovforslagets høring blev der (retteligt) rejst spørgsmål om hvordan AT1 kapital skulle behandles fremover, da man henviste til den tvivl, der havde været inden L 60 blev vedtaget. I et høringssvar henviste Finans Danmark til Kammeradvokatens notat, hvilket Skatteministeriet affærdigede. Herudover henviste Skatteministeren til Skatterådets praksis

⁷⁰ FT 2019-20 tillæg A L 22, s. 3.

⁷¹ Vi har forsøgt at indhente undersøgelsen af EU-Kommissionen, men vores anmodning om aktindsigt blev afslået.

⁷² FT 2019-20 L 22, Bilag 1 – Bemærkninger fra Finans Danmark.

⁷³ FT 2019-20 L 22, Bilag 1 – Høringsskema.

⁷⁴ FT 2019-20 L 22, Bilag 1 – Høringsskema.

om 1000-årige lån, de skattemæssige regler om tilskud og gavedispositioner, samt beskatning efter statsskatteloven⁷⁵ ("SSL") § 5 for investorer og beskatning efter SSL §§ 4 og 6 for udsteder. Lovforslaget bidragede derfor i det væsentligste ikke til at afklare tvivlen om den skattemæssige behandling. Ved vedtagelsen af lovforslaget den 14. november 2019 genskabte man derfor den usikre stilling for udstedere og investorer.

3.1.1.4 Skatterådets afgørelse af 28. april 2020 (SKM2020.181)

Ophævelsen af særreglerne om den skattemæssige kvalifikation af AT1 kapital trådte i kraft den 1. januar 2020, hvor AT1 kapital for første gang siden 2004 skulle behandles efter skatterettens almindelige regler. Grundet den fortsatte tvivl om retsstillingen blev Skatterådet bedt om at tage stilling til, hvordan AT1 kapital skulle behandles efter ophævelsen af reglerne. Skatterådet blev bedt om at tage stilling til følgende spørgsmål:

- i. Kan Skatterådet bekræfte, at kursgevinster og -tab på Lånet omfattes af KGL, og at renterne herpå skattemæssigt skal behandles som renteudgifter, såfremt Lånet optages af spørger?
- ii. Såfremt spørgsmål 1 besvares benægtende, kan Skatterådet i så fald bekræfte, at kursgevinster og -tab fra Lånet skal beskattes efter SSLs regler?

3.1.1.4.1 Spørgsmålet vedrørende KGL

I sin afgørelse udtaler Skatterådet, at AT1 ikke udgør gæld i skatteretlig forstand. Dette er i tråd med, hvad lovgiver har udtalt i forbindelse med behandlingen af L 22. Skatterådets argumentation og retskildeanvendelse er dog mildt sagt problematisk, hvilket særligt skyldes de retskilder, som der henvises til. Begrundelsen beror i det væsentligste på:

- i. En henvisning til bemærkningerne til § 4 i betænkningen af 5. maj 2004 i L 60, Folketingsåret 2003-04;
- ii. En henvisning til bemærkningerne til L 133, Folketingsåret 2013-14; og
- iii. En henvisning til L 22, Folketingsåret 2019-20.

Ad (i):

Skatterådet anvender bemærkningerne til at anføre hvorfor Kammeradvokatens notat, som omtalt ovenfor, ikke kan benyttes som argumentation, da "*spørgsmålet skattemæssigt ikke tidligere havde været vurderet i teori eller praksis (...)*" ved at følge op med: "*Det fremgår imidlertid af bemærkningerne til § 4 i betænkningen af 5. maj 2004 på samme lovforslag, at*

⁷⁵ Lov 1922-04-10 nr. 149 om indkomstskat til staten med senere ændringer.

'Hvis den pågældende lånekapital slet ikke har forfaldstid, indebærer de gældende regler, at der ikke foreligger gæld i skattemæssig forstand med de deraf følgende konsekvenser, [...]'. Ændringsforslaget blev tiltrådt af et mindretal (S, RV, EL og KD) - det daværende skatteudvalg". Ændringsforslagets § 4 vedrører en *udvidelse* af anvendelsesområdet af LL § 6 B og KGL § 1, stk. 5 og 6, således at den også omfatter forsikringsselskabers ansvarlige lånekapital. Ændringsforslaget henviser i midlertidig bare til bemærkningerne i det generelle lovforslag, hvor det, som nævnt ovenfor, er tvivlsomt om dette faktisk udgjorde retsstillingen. At konkludere, at lovgiver dermed ved ændringsforslaget har afkræftet Kammeradvokatens notat ved at tage stilling til problemet er derfor en overdrivelse. Det eneste lovgiver har taget stilling til ved ændringsforslaget, er at udvidelsesområdet for LL § 6 B og KGL §§ 1, stk. 5 og 6 skulle udvides. Det kan derfor kun indgå som fortolkningsbidrag for henholdsvis SSL § 6, stk. 1, litra e eller KGL generelle anvendelsesområde i § 1, stk. 1, og ikke en stillingtagen til spørgsmålet fra lovgivers side af.

Ad (ii):

Ved L 133, Folketingsåret 2013-14 ophævede man den dagældende nr. 3 i LL § 6 B, stk. 1, således at det ikke længere var en betingelse for, at bestemmelsen fandt anvendelse, at kreditor fik en årlig rente. Skatterådet henviser i deres afgørelse til punkt 2.14.4.1 i bemærkningerne til lovforslaget ("Gældende ret") til baggrunden for, at man i sin tid indførte lov nr. 457, men en henvisning til bemærkninger til et lovforslag, der, som nævnt ovenfor, næppe er udtryk for den korrekte retsstilling, er ikke hensigtsmæssigt og kan ikke betragtes som en vedtagelse af en given retsstilling.⁷⁶ Der henvises desuden til punkt 2.14.4.2 i bemærkningerne til lovforslaget ("Baggrunden for forslaget"), hvoraf det fremgår, at *"Gæld uden forud fastsat forfaldstidspunkt opfylder som udgangspunkt ikke de almindelige skattemæssige kriterier for at kunne anerkendes som fordringer og gæld, medmindre nærmere fastsatte betingelser i § 6 B i ligningsloven er opfyldt"*. Igen er det ikke helt klart, hvordan baggrundsafsnittet i et lovforslag kan udgøre en vedtagelse af en given retsstilling. Begge henvisninger kan dog godt indgå som fortolkningsbidrag.

Ad (iii):

Slutteligt henviser Skatterådet til lovbemærkningerne i lovforslaget, som ophæver LL § 6 B og KGL §§ 1, stk. 5 og 6, og følgende passage: *"Hvis debitor ikke har en forpligtelse til på et forud*

⁷⁶ Se herom nedenfor.

aftalt tidspunkt at tilbagebetale et beløb, der er modtaget fra kreditor – idet der ikke er aftalt et forfaldstidspunkt, og debitor selv bestemmer, hvornår tilbagebetaling skal ske (i modsætning til gæld, der ifølge aftalen forfalder til betaling på kreditors anfordring) – foreligger der ikke gæld i skatteretlig forstand. Passagen står under punkt 2.1. i bemærkningerne til lovforslaget ("Gældende ret"), men er i det væsentligste en henvisning til hvad der blev fremsat tilbage i 2004 med det oprindelige lovforslag.

Den gentagne henvisning fra Skatterådet til hvad lovgiver har refereret til under "gældende ret" i det oprindelige forslag, er problematisk.⁷⁷ Dette skyldes, at man ved anvendelse af dette som retskilde, må udvise forsigtighed med at udlede resultater heraf, idet bemærkninger herom kan være farvet af en rekommandation for forslaget.⁷⁸ I det oprindelige lovforslag var beskrivelsen af gældende ret farvet af, at man introducerede et lovforslag, der, blandt andet, havde til formål at sikre rentefradrag for de løbende betalinger. Hvis dette allerede var tilfældet, var den del af lovforslaget jo formålsløs og burde bortfalde. Ved at fastholde sin oprindelige holdning til "gældende ret" kunne den daværende (blå) regering⁷⁹ fremstå erhvervsvenlige over for bankerne.⁸⁰ Da tiden så kom til at skulle ophæve særreglerne på baggrund af henvendelsen fra Kommissionen, gav det den (røde) regering med støtte fra resten af Folketinget (pånær Nye Borgerlige), mulighed for at være "hårde" mod den finansielle sektor.⁸¹ Som Aage Spang-Hanssen påviser i U.1987B.361 er dette dog ikke det eneste tilfælde af, at det er benævnes "gældende ret" i bemærkningerne til et lovforslag inden for skatteretten næppe er det. Som følge heraf, mener vi ikke, at man kan benytte Skatterådets afgørelse som en retvisende beskrivelse af gældende ret.

3.1.1.4.2 Spørgsmålet vedrørende SSL

Resultatet af, at Skatterådet fandt, at der ikke var tale om gæld i KGL og SSLs forstand var, at de behandlede det sekundære spørgsmål, der blev stillet. Skatterådet besvarer forespørgslen

⁷⁷ Men ikke overraskende, da Skatterådet består af 19 medlemmer, hvoraf 10 er politikere (6 af dem i folketinget), og beslutninger træffes ved simplet flertal.

⁷⁸ (Eyben, 1991), s. 35.

⁷⁹ Bag et snævert flertal med støtte fra Dansk Folkeparti, Konservativt Folkeparti og Radikale Venstre

⁸⁰ Af samme grunde stemte Socialdemokratiet, Socialistisk Folkeparti, Enhedslisten og Kristendemokraterne imod lovforslaget.

⁸¹ Hvilket er meget åbenlyst, hvis man læser de kommentarer, som særligt SF og EL fremkommer med under lovbehandlingerne. At der er tale om et (næsten) enigt folketing ændrer ikke på dette, da lovforslaget blev fremsat som en genfremsættelse af et lovforslag fra den tidligere regering. Af en eller anden grund fremhæves der, at lovforslaget er et levn fra "finanskrisen", som blev indført for at banker kunne polstre sig bedre. Dette er jo åbenlyst ikke rigtigt, da reglerne har været gældende siden 2004.

med, at det løbende vederlag skal beskattes efter SSL § 4, mens gevinst og tab på AT1 kapital omfattes af SSL § 5. Dette ses som en overraskende udmelding,⁸² da Skatteministeren svarer på et tilsvarende spørgsmål i lovforarbejderne til L 22:

“Udsteders eventuelle gevinster på den hybride kernekapital m.v. vil skulle behandles efter statsskattelovens § 4. Fradrag for eventuelle tab beror på en fortolkning af statsskattelovens § 6.”

Dermed går Skatterådet imod den udmelding som Skatteministeren kommer med i lovforarbejderne til L 22 ovenfor, da man åbner op for skattefrihed i medfør af SSL § 5 for AT1 kapital, i modsætning til en fortolkning af SSL § 4 og 6, for at kunne vurdere om der er tale om gæld. Skatterådets afgørelse er (retteligt) påklaget til Landsskatteretten, men det er uklart hvornår afgørelsen fra Landsskatteretten foreligger. Vi mener derfor ikke, at Skatterådets afgørelse har bidraget til at afklare den tvivl, som eksisterer på området. Som følge heraf, vil vi nedenfor foretage vores egen vurdering af, hvordan vi mener, at AT1 kapital skal behandles i skatteretten.

3.1.2 AT1 kapitals rolle i indkomstopgørelsen

3.1.2.1 AT1 kapital i forhold til statsskatteloven

Når der ikke længere gælder en *lex specialis* for AT1 kapital, betyder det, at udgangspunktet for vores analyse vil være skattelovgivningens *lex generalis*; SSL. SSL bygger på et nettoindkomstprincip, hvor SSL §§ 4-6 indeholder en positiv afgrænsning af hvad der betragtes som skattepligtig indkomst (§ 4), en negativ afgrænsning af den skattepligtige indkomst (§ 5), samt en positiv afgrænsning af de driftsomkostninger, som kan fradrages i den skattepligtige indkomst (§ 6). Summen af disse udgør nettoindkomsten – den skattepligtige indkomst.⁸³ Spørgsmålet bliver herefter hvordan de løbende betalinger samt gevinst og tab på AT1 kapital skal behandles i forhold til opgørelsen af den skattepligtige indkomst.

3.1.2.1.1 Kvalifikationen efter Statsskatteloven

For at kunne finde frem til den korrekte skatteretlige behandling af AT1 kapital vil vores analyse tage udgangspunkt i, hvordan instrumentet skal kvalificeres skatteretligt. I første

⁸² (Bjare, SR.2020).

⁸³ (Langhave Jeppesen, et al., 2017), s. 150-154.

omgang foreligger der en relevant sondring mellem, hvorvidt AT1 kapitalen for udsteder udgør en indkomst bestående i penge eller formuegoder, der er skattepligtig efter SSL § 4, eller en bevægelse i formuen, der er skattefri i medfør af SSL § 5. Her er afgrænsningen af gaver, formuegoder, tilskud og lån af særlig relevans, hvorfor dette behandles i det følgende.

3.1.2.1.1.1 Gave

En gave i skatteretlig forstand kræver, at der for modtageren foreligger: (i) en berigelse, (ii) en vederlagsfri formuefordel og (iii) en gavmildhedsbetingelse.⁸⁴ Tvivlen ved AT1 kapital ligger i, at udsteder får overdraget kapital uden at dette modsvares af en foruddefineret forpligtelse til tilbagebetaling. Hvis der er tvivl om, hvorvidt denne forpligtelse er reel eller af så svævende karakter, at man naturligt vil anse det for en gave, vil man anvende parternes overensstemmende forklaring til afgrænsningen.⁸⁵ Da parterne er enige om, at ydelsen er et lån og ikke er udslag af långivers gavmildhed, må det være tilfældet, at der ikke foreligger en gave i skatteretlig forstand.⁸⁶

3.1.2.1.1.2 Formuegenstand

Da Skatterådet i SKM2020.181 kom frem til, at gevinst og tab på selve instrumentet AT1 kapital skulle vurderes ud fra SSL § 5, og dermed som udgangspunkt skulle anses som skattefri for udsteder, men man samtidig ikke anså det for at udgøre et lån skatteretligt, må dette være et udtryk for, at man anser det som en formueforøgelse i medfør af SSL § 5, stk. 1, litra a. Det er klart, at udsteders formue forøges, når provenuet fra udstedelsen af AT1 kapital tilgår udsteders konto som en indtægt. Skattefriheden i medfør af SSL § 5, stk. 1, litra a er dog betinget af, at denne indtægt skal hidrøre fra salg⁸⁷ af den skattepligtiges ejendele. I den forbindelse kan det anføres, at udsteder straks efter udstedelsen af AT1 instrumenterne ejer disse, og formueforøgelsen derfor sker ved salget af udsteders ejendele. Det forekommer åbenlyst, at et selskabs beholdninger af gældsbreve kan indgå som en del af selskabets formue,

⁸⁴ (Langhave Jeppesen, et al., 2017), s. 393.

⁸⁵ (Nielsen, 2019(1965)), s. 308.

⁸⁶ Såfremt hovedstolen blev anset for en gave, vil det samme ikke nødvendigvis være tilfældet for de løbende renter, jf. LSRM 1962, 21, hvor der blev statueret skattepligt af de løbende renter på et gældsbrev, der var givet som gave, selvom der ikke bestod nogen retlig forpligtelse til at betale de løbende renter.

⁸⁷ "Salg" omfatter enhver overgang af ejendomsretten, jf. (Langhave Jeppesen, et al., 2017), s. 441.

jf. eksempelvis U.1982.578 H, men det forekommer mindre åbenlyst, at disse kan indgå i selskabets formue, når gældsbrevene er udstedt af selskabet selv.⁸⁸

Ud fra det almindelige princip om konfusion bortfalder en fordring – og dermed et gældsbre⁸⁹ – hvis skyldner og fordringshaver er samme person.⁹⁰ Det må dog være tilfældet, at obligationer ikke ”dør ved fødslen”, da det klart antages, at de udgør et krav mod udstederen efter udstedelsen. Dette skyldtes, at i tilfælde af, at der er tale om et negotiabelt gældsbre⁹¹, gælder det, at gældsbrevet vækkes til live ved overdragelse, således at skyldneren (igen) vil blive forpligtet til at opfylde fordringen.⁹² Således vil fordringen – og dermed gældsbrevet – ikke eksistere, før det er overdraget til køberne på det primære marked. I den forbindelse kan særreglen i KGL § 11 nævnes, hvorefter opkøb af egne obligationer ikke betragtes som bortfald af gæld via konfusion.⁹³ Da Skatterådet i deres afgørelse dog eksplicit siger, at KGL ikke finder anvendelse på AT1 instrumenterne, kan Skatterådet således ikke støtte ret på, at den oprindelige konfusion ikke skulle indtræde i henhold til særreglen. Herefter eksisterer der således, grundet konfusionen, ikke noget formuegode indtil, at gældsbrevet er overdraget. Følgelig kan der ikke siges at være tale om formueforøgelse som følge af salget af udsteders ejendele, hvorfor situationen ikke er omfattet af skattefriheden i SSL § 5, stk. 1, litra a. Idet at der for udsteder er tale om en indtægt i form af et pengebeløb ved salget af gældsbrevene, forekommer det mærkværdigt, at Skatterådet kan slutte, at udstedelsen vil være skattefri for udsteder, idet SSLs systematik medfører, at en indkomst, som er skattepligtig i medfør af SSL § 4 og ikke er omfattet af SSL § 5, vil være skattepligtig indkomst.

Skatterådets praksis giver yderligere anledning til spørgsmålet om, hvorvidt indtægten er oppebåret som led i næring eller spekulation. Ved næring forstås den professionelle, omfattende

⁸⁸ Se dog U.1938.806/2 V, hvor en gårdejers udstedelse af et ejerpantebrev til sig selv blev anset som stempelpligtigt, da der ved udstedelsen og tinglysningen skabtes en retskraftig, pantsikret hæftelse og hertil U.1966B.149.

⁸⁹ Da eksistensen af en fordring er en nødvendighed for at der kan foreligge et gældsbre⁹⁰, jf. definitionen på et gældsbre⁹¹. Se hertil: (Eyben, et al., 2014), s. 61.

⁹⁰ (Ussing, 1946), s. 455-456.

⁹¹ Virksomhedsobligationer, herunder AT1 instrumenterne, antages i almindelighed at være negotiable gældsbreve, se Alexander Kielland og Peer Schaumburg-Müller: Udstedelse af virksomhedsobligationer i ET.2012.19.

⁹² (Ussing, 1946), s. 456.

⁹³ Af forarbejderne hertil fremgår det, at baggrunden for bestemmelsen er, at: ”*Såfremt de pågældende institutters opkøb af egne obligationer behandles som konfusion, vil et eventuelt videresalg fra [instituttet] til [tredjemand] være ensbetydende med en stiftelse af fordringen (obligationen) på ny*” (LFF 1997-03-13 nr. 194.). Således må det almindeligvis være salget, der er medfører stiftelsen af fordringen ved obligationer. Se hertil også pkt. 24 i cirkulære nr. 134 af 29-07-1992.

og systematiske opsætning af den pågældende type aktiv, som sker med videresalg for øje, og med formålet at skabe et økonomisk overskud.⁹⁴ Den omstændighed at en skatteyder systematisk anbringer sine midler i pantebreve med henblik på opnåelse af indfrielsesgevinster, er ikke tilstrækkeligt grundlag til at anvende nærings- eller spekulationssynspunktet.

Hvad spekulationssynspunktet angår, kan det formentligt kun bringes i anvendelse, hvis erhvervelsen med videresalg eller indfrielsesgevinst for øje er underbygget på særegen måde, navnlig derved at skatteyderen jævnligt har foretaget omplaceringer og ombytninger, og derved er der tale om kortfristede papirer.⁹⁵ Der gælder en formodningsregel i SSL § 5 a for spekulation og næring, når et aktiv er ejet i mindre end 2 år, men denne omfatter kun for fast ejendom og aktier – ikke for pengefordringer.⁹⁶ i U.1950.284 H statueredes det, at der ikke i SSL § 4 var hjemmel til at anse udtrækningsgevinster på obligationer, som et livsforsikringsselskab havde anbragt midler i, som skattepligtig indkomst, og at der forelå en skattefri formueforøgelse i henhold til SSL § 5 a.

Hvis en fordring mellem to parter ikke er erhvervet som led i næring, er det klare udgangspunkt, at tab på udlånet er et formuetab omfattet af SSL § 5 a, jf. TfS 2001, 587 Ø. Baseret på ovenstående praksis, vil pengeinstitutters salg af AT1 instrumenter ikke udgøre næring eller spekulation, hvorfor der vil tale om en skattefri formueforøgelse, jf. SSL § 5 a.

3.1.2.1.1.3 Tilskud eller lån

Når et selskab tilføres kapital uden, at dette sker som vederlag for udstedelse eller overtagelse af aktier mm. i et selskab, hvor der ikke er tale om en gave, vil det være relevant at vurdere, om der er tale om et tilskud eller et lån. Dette skyldes, at tilskud for udsteder beskattes som indkomst efter SSL § 4, jf. eksempelvis TfS 2002, 288 H, mens indtægter, der hidrører fra optagelsen af lån, er skattefrie, jf. SSL § 5, stk. 1, litra c.

Tilskuddet kan i første omgang afgrænses ved at sige, at et tilskud ikke medfører nogen aktieret eller fordringsret for yderen af tilskuddet mod selskabet.⁹⁷ Derfor afgrænses tilskuddet også sædvanligvis over for lån, idet man siger, at der foreligger et driftstilskud, når der ikke ved

⁹⁴ (Pedersen, et al., 2018), s. 244.

⁹⁵ (Nielsen, 2019(1965)), s. 655.

⁹⁶ (Michelsen, 2003).

⁹⁷ (Bundgaard, 2004) og definitionen i (Ramskov, 2001), s. 318.

overførslen opstår en ubetinget tilbagebetalingsforpligtelse, jf. Højesterets begrundelse i U.2005.250 H.⁹⁸ Resultatet af dommen er et udslag af, at (i) debitor og kreditor havde nære forbindelser; (ii) debtors regnskaber ikke nævnte rentebetalinger og (iii) betalinger var ikke sket i overensstemmelse med låneaftalen. Derfor påhvilede det selskabet at løfte bevisbyrden for, at der forelå et lån, hvilket selskabet ikke var i stand til. I U.2003B.180 anføres det, at de domme, hvor det bliver statueret, at der ikke er tale om et tilskud, men et lån, er karakteriseret ved, at skatteyderen har kunne bevise, at forholdene var indrettet efter, at der var et lån,⁹⁹ hvilket skatteyderen i den ovennævnte sag så ikke lykkedes med.¹⁰⁰ Ved AT1 kapital vil det dog være klart, at parterne lever op til låneaftalen og forholdene derfor er indrettet herefter, hvilket efterlader os med spørgsmålet om, hvilke krav der stilles til tilbagebetalingsforpligtelsen.

Her kigger man særligt på debtors mulighed for at tilbagebetale lånet. Således fandt man i TfS 1997, 597 LSR og TfS 1997, 431 V¹⁰¹, at der var tale om et tilskud, da det allerede på udbetalingstidspunktet var klart, at debitor ikke ville være i stand til at tilbagebetale lånet. Det er dog også tvivlsomt, om man faktisk ville anse det for en fordring i civilretten, når det allerede på udbetalingstidspunktet stod klart, at debitor ikke var i stand til at tilbagebetale lånet. I civilretten defineres en aftale om pengelån nemlig normalvis som, at den ene part giver den anden part adgang til pengemidler i en tidsbegrænset periode med det formål at tilvejebringe likviditet for låntager.¹⁰² En definition, som også omfatter obligationer.¹⁰³ Skal man ikke tilbagebetale lånet, er der ikke tale om en tidsbegrænset periode, og således heller ikke tale om et lån i civilretlig forstand.

Omvendt blev det i TfS 2000, 544 LSR statueret, at man i et tilfælde med ansvarlig lånekapital måtte lægge parternes civilretlige kvalifikation til grund, uanset at lånet alene skulle forrentes efter en reetablering af egenkapitalen, da det ikke på tidspunktet for långivningen var

⁹⁸ Det anføres også i (Bundgaard, 2006), s. 1003, at det afgørende i afgrænsningen må være, om der foreligger en ”*bindende og ubetinget*” tilbagebetalingsforpligtelse.

⁹⁹ Se TfS 2004, 182 Ø, TfS 2001, 445 V, TfS 2006, 807 Ø og TfS 2008, 366 V, hvor netop den manglende indrettelse efter låneforholdene var afgørende for, at der var tale om et indskud.

¹⁰⁰ Se omvendt TfS 1993, 686 LSR, hvor det indgik i rettens afgørelse af, at der forelå et lån og ikke et tilskud, at mellemregningen stod opført som gæld i årsregnskabet.

¹⁰¹ Sagen blev dog indbragt for Højesteret, hvor Skatteministereiet tog bekræftede til genmæle, se hertil I.A. Strobel i SpO 2000.147.

¹⁰² (Bryde Andersen & Lookofsky, 2010), s. 106-107.

¹⁰³ Selvom obligationer principielt ikke er en låneaftale, vil der sædvanligvis dog stadig være tale om et lån for køberne på det primære marked, da de overfører likviditet til låntager, der til gengæld forpligter sig til at tilbageføre denne i overensstemmelse med obligationsvilkårene, jf. (Tamasauskas, 2006), s. 73.

uomtvisteligt, at datterselskabet aldrig ville kunne honorere et tilbagebetalingskrav. Derfor anføres det ofte, at det er parternes civile retlige kvalifikation, som skal lægges til grund, medmindre nogle af de ovennævnte indicier peger på, at der ikke er tale om et lån.¹⁰⁴ Parterne kvalificerer og opfatter klart forholdet ved AT1 kapital som et lån, hvilket, jf. ovenstående dom, som udgangspunkt må betyde, at forholdet skal kvalificeres som et lån.

En afgørelse alene efter parternes civile retlige kvalifikation er dog heller ikke ligetil. I praksis er der opstået problemer omkring afgrænsningen af tilskuddet i forbindelse med tilbagebetalingsforpligtelsen, når der er blevet foretaget kapitaltilskud efter et fremmed lands retsregler. I U.2008.2568 H havde et tysk selskab og dets datterselskab, som begge indgik i dansk sambeskatning, indgået en aftale om et ”*stille Beteiligung*” (på dansk: stille indskud). Det stille indskud skulle bogføres på en særlig indskudskonto, der ikke blev forrentet. I stedet havde den stille deltager ret til en forholdsmæssig del af indskuddets størrelse i forhold til den samlede stamkapital, dog mindst en vis procentsats. I tilfælde af underskud i selskabet, skulle indskuddet dække underskuddet. Landsretten fandt, at der hverken forelå en tilbagebetalingsforpligtelse eller en medejendomsret til selskabets formue, hvorfor der var tale om et tilskud og ikke et lån eller et forhold, der kunne karakteriseres som et interessent- eller kommanditselskab, hvilket Højesteret tiltrådte. På den måde kan man altså ved brug af udenlandske mellemformer mellem lån og egenkapital risikere at ende med en kvalifikation som tilskud, fordi denne udgør residualen, når man ikke strengt kan kvalificere forholdet som lån eller egenkapital.¹⁰⁵

For AT1 kapital giver dette anledning til problemer, idet der også er tale om en importeret form for kapital, der ikke traditionelt har været en del af danske selskabers kapitalstruktur.¹⁰⁶ Her konkluderer Told- og Skattestyrelsen i TfS 2003, 95 LR, at de udenlandske regler skal indgå som faktum i sagen. Herefter skal der så foretages en skatteretlig kvalifikation af det fastlagte faktum på baggrund af danske skatteregler.¹⁰⁷ Hvis finansieringsformen allerede efter udenlandsk ret ikke anses for at være et lån, vil det således heller ikke blive anset for det i

¹⁰⁴ Se hertil (Bundgaard, 2006), s. 1003-1004 og Vinther i 2003B.180.

¹⁰⁵ I sagen procederede selskabet på, at indskuddet skulle anses for ”ansvarlig indskudskapital”, men hverken Landsretten eller Højesteret fandt, at dette var tilfældet.

¹⁰⁶ Det er dog ikke fordi, at man ikke har kendt til hybride former for kapital, idet finansielle virksomheder længe har benyttet både ansvarlig lånekapital og garantikapital, hvilke begge anses for gæld skatteretligt.

¹⁰⁷ I sagen kom Told- og Skattestyrelsen frem til, at de omhandlede kapitaltilskud skulle anses som overkurs, selvom det efter danske regler ikke var muligt at indbetale overkurs på en tilsvarende måde.

danske ret, jf. eksempelvis U.2009.3001 H.¹⁰⁸ Det faktum, at AT1 kapital efter de EU-retlige regler, som regulerer det, anses for at være en form for gældskapital, vil således skulle indgå i det faktum, som sagen skal bedømmes på. Det kan derfor tale for, at den danske skatteretlige kvalifikation også skal være gæld. For selve kvalifikation i henhold til dansk ret anføres det af Bundgaard i SPO.2004.355, at praksis på området er centreret omkring tilbagebetalingsforpligtelsen, som er en nødvendig betingelse i forhold til, om der er tale om et lån i stedet for et tilskud.¹⁰⁹

Hertil ser vi på to domme: Østre Landsrets kendelse i TfS 1997, 102 Ø og Højesterets dom i TfS 2000, 105 H. Disse omhandler begge et lån fra et dansk moderselskab til et svensk datterselskab for at udligne datterselskabets underskud, således at det kunne leve op til de svenske solvenskrav ("villkorligt aktieägetilskott"). Af sagerne fremgår det, at et villkorligt aktieägetilskott:

- i. Bliver anset som egenkapital;
- ii. Regnskabsmæssigt bliver posteret som egenkapital;
- iii. Der først opstår en tilbagebetalingsforpligtelse, når aktionærerne på generalforsamlingen træffer beslutning om tilbagebetaling; og
- iv. Beslutning om tilbagebetaling forudsætter, at de almindelige regler for udbetaling af udbytte er iagttaget.¹¹⁰

I TfS 2000, 105 H fandt Landsretten, at de omhandlede tilgodehavender måtte anses som et lån, hvilket Højesteret stadfæstede.¹¹¹ I TfS 1997, 102 Ø procederede Skatteministeriet på, at "*de ydede 'aktieägetilskott' måtte betragtes som lån*". Landsretten tog dog ikke eksplicit stilling til dette spørgsmål, men alene til spørgsmålet om lånet var ydet på normale forretningsmæssige vilkår, hvilket retten fandt var tilfældet.¹¹² Ingen af sagerne tager eksplicit stilling til

¹⁰⁸ Hvor det faktum, at en kapitaltilførsel hverken i det pågældende land eller af selskaberne blev anset for lån blev afgørende for den danske skatteretlige kvalifikation.

¹⁰⁹ I (Ramskov, 2001) fremfører forfatteren også, at en objektiv tilbagebetalingsforpligtelse er en nødvendig betingelse for, at der foreligger et lån og ikke et tilskud.

¹¹⁰ Se hertil også Skatteministeriets kommentar til TfS 1997, 102 Ø i TfS 1997, 452.

¹¹¹ I sagen havde et dansk selskab ved overtagelsen af et svensk datterselskab konverteret varetilgodehavender til moderselskabet som villkorligt aktieägetilskott i datterselskabet. Efter overtagelsen finansierede moderselskabet datterselskabet ved at levere varer på kredit, og samtlige tilgodehavender, der opstod i løbet af de fire år, selskabet ejede datterselskabet, blev bogført som villkorligt aktieägetilskott. Dommen er kommenteret af Gitte Skouby i TfS.2000.500, hvor fokus dog er på overgangen fra varetilgodehavende til lån.

¹¹² Skatteministeriet præciserer i deres kommentar til dommen i TfS.1997.452, at afgørelsen blev foretaget efter de danske regler om rentefrie lån.

afgrænsningen mellem tilskud og lån, men både Landsskatterettens og Østre Landsrets kendelse i TfS 1997, 102 Ø er kommenteret af Poul Bostrup i SPO.1997.146, hvoraf det fremgår, at:

”Ved kendelse af 6/3 1989 fandt Landsskatteretten, at der ikke var tale om et for datterselskabet skattepligtigt tilskud (...) men et lån. Denne afgørelse var således udtryk for en skatteretlig afgørelse, hvor man fremfandt den korrekte formueretlige kvalifikation af et aktiv. Da der var tale om en (betinget) tilbagebetalingsforpligtelse, fandt Landsskatteretten, at der var tale om et lån.”

Således vil man altså inden for det skatteretlige lånebegreb kunne rumme en tilbagebetalingsforpligtelse, der er betinget af, at selskabet (i sagerne: generalforsamlingen) vælger tilbagebetaling.¹¹³

Da AT1 kapital således af parterne og af den civilretlige lovgivning bliver opfattet som gældskapital, samt at der ikke foreligger nogle af de indicier, som har været til stede i de tilfælde, hvor der er blevet statueret tilskud i stedet for et lån, mener vi derfor, at AT1 kapital skatteretligt må betragtes som et lån og ikke et tilskud.¹¹⁴

3.1.2.1.1.4 Behandlingen af lån efter SSL

For lån er det udgangspunktet, at det krav på tilbagebetaling, som kreditor får, er udtryk for en formuebevægelse, som dermed er skattefri i medfør af SSL § 5, også selvom erhvervelsen af fordringsretten kan anses for en erhvervelse af et formuegode af pengeværdi, jf. SSL § 4.¹¹⁵ Da der er tale om et formuegode, vil efterfølgende overdragelser, nedskrivninger og tilgodehavender derfor som udgangspunkt også holdes ude af indkomstopgørelsen i medfør af SSL § 5.

3.1.2.2 Finder kursgevinstloven anvendelse på AT1 kapital?

SSL § 5 er udgangspunktet for beskatningen af fordringen på hovedstolen, men KGL vil som *lex specialis* være det praktiske udgangspunkt. Dette skyldes, at den omfatter gevinst og tab ved afståelse eller indfrielse af alle pengefordringer, samt gevinst og tab på gæld, jf. KGL § 1,

¹¹³ Bundgaard anfører dog, at disse domme ikke generelt kan anvendes som præjudikat på området for uamortisabel gæld. Se (Bundgaard, 2017), s. 296.

¹¹⁴ Se tillige de momenter, som nævnes i (Ramskov, 2001), s. 318, som også taler for at der ikke skulle være tale om et lån.

¹¹⁵ (Nielsen, 2019(1965)), s. 646-647.

stk. 1, nr. 1 og 2. I forarbejderne til loven, samt den betænkning, der ligger til grund for loven fremhæves, at: ”*Lovforslaget omfatter som udgangspunkt alle fordringer på penge, uanset deres art. (...) afgørende for bedømmelsen er alene, om der foreligger et retligt krav på betaling i form af penge*”.¹¹⁶ Udgangspunktet er, således at KGL er udtømmende, men dette opretholdes dog ikke altid i praksis.¹¹⁷ Derfor er det centralt at fastslå om tilbagebetalingsforpligtelsen udgør en fordring i skatteretten, fordi AT1 instrumenterne dermed er omfattet af KGL. I det omfang, at der ikke er tale om en fordring, vil man således ryge tilbage i SSL § 5. Af den Juridiske Vejledning fremgår det, at der:

*”Ved en pengefordring forstås et **retligt krav på betaling** af et pengebeløb. Der skal være tale om et retligt krav, og det betyder, at **kreditor (fordringshaveren) skal kunne gøre betalingskravet mod debitor (skyldneren) gældende ved domstolene.**”*¹¹⁸

Ud fra ovenstående citat virker det til, at den skatteretlige kvalifikation af en fordring følger den civilretlige, da det retlige krav også følger af den civilretlige definition på en fordring.¹¹⁹ I praksis kan den skatteretlige kvalifikation dog godt adskille sig fra parternes civilretlige kvalifikation, jf. eksempelvis TfS 1997, 731 H.¹²⁰ Nedenfor vil vi derfor først gennemgå, om der er tale om en fordring civilretligt og derefter se på, om der skulle være grundlag for, at man fraveg denne skatteretligt.

3.1.2.2.1 Fordringer i civilretten

I almindelighed forstås en fordring, som en ret til at kræve en ydelse erlagt.¹²¹ Det er ligegyldigt hvordan selve fordringen er stiftet, og hvilket retsforhold det vedrører. Grundlaget vil være et løfte i et ensidigt eller gensidigt bebyrdende kontraktforhold, også selvom det ikke er kontraktforholdets principale ydelse. Det er ikke en betingelse, at den ydelse, der skal præsteres, har økonomisk værdi, men har den ikke, vil der ofte ikke foreligge en fordring.¹²² Udgangspunktet må være, at man allerede ved indgåelsen af aftalen om udstedelse af

¹¹⁶ Betænkning nr. 1050/1985 s. 126, Tillæg A til Folketingstidende 1985-86, s. 583. Ved fremsættelsen af 1991 kursgevinstloven fremgår, at: ”*Den foreslåede affattelse svarer i hovedtræk til den nuværende kursgevinstlovs § 1, 1. pkt.*”, og de ændringer, der er i anvendelsesområdet, vedrører ikke pengefordringer eller gæld, jf. Tillæg A til Folketingstidende 1996-97, s. 4070.

¹¹⁷ Jf. afsnit 3.1.2.2.3 nedenfor.

¹¹⁸ Juridisk Vejledning, afsnit C. B. 1.2.1 om pengefordringer og gæld.

¹¹⁹ Se (Ussing, 1946), s. 2.

¹²⁰ (Langhave Jeppesen, et al., 2017), s. 133. I den konkrete sag fremgik det af købesummen på fire busser, at DKK 500.000 af købesummen blev betalt som vederlag for goodwill, hvilket Højesteret tilsidesatte.

¹²¹ (Ussing, 1946), s. 6 og (Iversen, 2019), s. 20 f og 30 ff.

¹²² (Ussing, 1946), s. 391.

obligationer har en fordring, da det følger af den almindelige kontraktret, at ”[v]ed aftalens indgåelse etableres der for hver af parterne et krav – en fordring – på, at den anden part skal opfylde sin forpligtelse, dvs. præstere sin ydelse”.¹²³ Dette vil normalvis i låneaftaler, herunder obligationsudstedelser, være tilbagebetalingen af lånet/hovedstolen, men da AT1 kapital er uamortisable obligationer, er spørgsmålet derfor om der faktisk foreligger en fordring, da udsteder principielt set aldrig skal præstere sin ydelse. Analysen er derfor nært beslægtet med analysen om tilbagebetalingsforpligtelsen i afgrænsningen mellem lån og tilskud i afsnit 3.1.2.1.1.3 ovenfor, men berettiger alligevel til en selvstændig analyse, som derved kan underbygge eller medføre, at vi må revidere vores konklusion omkring tilbagebetalingsforpligtelsen ovenfor.

Spørgsmålet om tilbagebetalingsforpligtelsen skal ses i lyset af den generelle obligationsretlige betingelse om, at der skal foreligge et retligt krav, for at der kan være tale om en fordring, hvilket der også henvises til i afsnittet fra den juridiske vejledning ovenfor. Betingelsen om, at der skal være et retligt krav, er beskrevet af Ussing som: ”*Fordringsretten er et Retskrav. Dermed menes her, at Kravet i Kraft af det, vi kalder Retsordenen, kan hævdes ved visse Tvangsmidler*”.¹²⁴ Ussing beskriver, at der herved menes, at ikke-opfyldelse af fordringen: (i) kan pådrage skyldneren erstatningsansvar; og (ii) kan håndhæves ved tvangsfuldbyrdelse i medfør af Retsplejeloven.¹²⁵ I medfør af dette, kan det argumenteres, at fordringen på hovedstolen først vil opstå, når/hvis udsteder vælger at indfri eller konvertere fordringen, idet muligheden for erstatningen og tvangsfuldbyrdelse først er til stede, når udsteder misligholder denne forpligtelse. Herved ville man således sige, at AT1 kapital bestod af en fordring på udsteder for hver af de løbende betalinger (renter) og en fordring på udsteder til at tilbagebetale pengebeløbet, hvis en bestemt begivenhed indtræder.¹²⁶

En sådan holdning kan bestemt forsvares ud fra et teoretisk synspunkt, men i princippet kan enhver låneaftale defineres på lignende måde. Når vi dekomponerer henholdsvis en

¹²³ (Lynge Andersen & Madsen, 2017), s. 18.

¹²⁴ (Ussing, 1946), s. 2. Det fremgår også af (Bryde Andersen & Lookofsky, 2010), s. 17.

¹²⁵ (Ussing, 1946), s. 2f, hvor det også fremgår, at der herved ikke kun tænkes på, at man skal være i stand til øjeblikkeligt at kunne iværksætte retlige skridt, der leder til tvangsfuldbyrdelse, men at begrebet også anvendes selvom visse betingelser, der ligger til grund for, at der kan iværksættes retlige skridt, ikke er opfyldt.

¹²⁶ Der tænkes selvfølgelig primært på, at udsteder skulle vælge at indfri obligationerne, men konvertering vil også udgøre en indtræden af en bestemt handling, som medfører at fordringen på hovedstolen opstår. En endelig nedskrivning til 0 udgør principielt også dette.

obligationsudstedelse med forudbestemt forfaldstid og uamortisable obligationer, kommer man frem til, at forskellen alene ligger i, at fordringen på hovedstolen for de uamortisable er suspensivt betinget.¹²⁷ I overensstemmelse med den almindelige kontraktret, er fordringsretten (og dermed også fordringen) derfor stiftet som betinget allerede, mens betingelsen er svævende.¹²⁸ Som anført af Kammeradvokaten i bilaget til L 60, er det i overensstemmelse med den almindelige aftalefrihed i dansk ret, at parterne frit kan variere låneaftalen som de ønsker, herunder i forhold til tilbagebetalingsvilkår, uden at dette fører til, at man efter obligationsretlige regler ikke vil opfatte forholdet som et lån. Man skal ydermere være opmærksom på, at en aftale mellem parterne om, at der ikke foreligger et forfaldstidspunkt, ikke gør at der ikke er truffet aftale om forfaldstidspunktet, men alene, at parterne har aftalt, at der ikke skal være et forfaldstidspunkt.¹²⁹ Køberen af obligationerne erhverver da allerede retten til fordringen på hovedstolen ved udstedelsen af obligationerne, og herved vil udsteder også allerede ifalde forpligtelsen til at erlægge pengeydelsen ved udstedelsen.

Til støtte for denne konklusion kan nævnes, at der generelt for køberne af obligationer på det sekundære marked ikke vil være tale om en låneaftale, men i stedet køb af et (masse)gælds-brev.¹³⁰ Gælds-breve defineres sædvanligvis som: ”*en skriftlig erklæring om en i hovedsagen ubetinget, ensidig fordring på et pengebeløb*”.¹³¹ Kravet om at fordringen skal være ubetinget indebærer, at fordringen ikke må være afhængig af forudsætningerne ifølge et bagved liggende kontraktforhold eller af særlige fremtidige uvisse kendsgerninger.¹³² Det indebærer dog ikke, at der ikke er tale om et gælds-brev, hvis forfaldstiden er afhængig af sådanne begivenheder.¹³³ Da eksistensen af selve fordringen, jf. ovenfor, ikke er betinget af en indtræden af en fremtidig begivenhed, men forfaldstiden derimod er afhængig af, at udsteder vælger at

¹²⁷ Fordi forfaldstiden er afhængig af en bestemt begivenhed. Ved en obligation med fast tilbagebetalingstidspunkt, vil forfaldstiden derimod være resolutivt betinget.

¹²⁸ (Ussing, 1950), s. 454 med henvisninger.

¹²⁹ Ved obligationsudstedelser skal man dog passe på med at henvise til ”parternes aftale”, da vilkårene sættes ensidigt af udsteder. Købet af obligationerne vil dog udgøre en tiltrædelse til (den ensidige) aftale, hvorfor man kan sige, at køber accepterer vilkårene og vilkårene herefter er aftalt mellem parterne.

¹³⁰ Dette skyldes, at der ikke længere vil være sammenhæng mellem likviditetsudvekslingen og tilbagebetalingsløftet, og som følge heraf vil der for disse ikke længere være tale om et forhold, der kan rubriceres som værende et lån, jf. (Tamasauskas, 2006), s. 74.

¹³¹ (Andersen, et al., 2017), s. 32. Se også FM.2000.102/1.Ø og U.2013.1192.Ø.

¹³² (Ussing, 1940), s. 72.

¹³³ (Kristensen, 2016), s. 59.

indfri eller, at der skal ske nedskrivning eller konvertering, vil der som følge heraf (også) være tale om et gældsbeholdning.¹³⁴

Således vil der grundlæggende ikke være forskel på en "almindelig" lånaftale, herunder obligationer og AT1 kapital. Dette er da også i overensstemmelse med hvordan både aftaleparterne og de fleste andre opfatter AT1 kapital.¹³⁵ Som anført i RR.2005.09.0026 forbliver gælden et krav mod udsteder indtil udsteder ved tilbagebetaling af hovedstolen frigøres fra forpligtelsen.¹³⁶ Derfor er der ingen tvivl om, at AT1 instrumenterne i sin helhed udgør en fordring i civilretten.

3.1.2.2.2 Forholdet mellem civilretten og skatteretten.

Spørgsmålet er herefter i hvilket omfang det skatteretlige fordringsbegreb adskiller sig fra det civilretlige. Herom har Skatteministeren i forbindelse med L 22, udtalt at:

"Hvis debitor ikke har en forpligtelse til på et forud aftalt tidspunkt at tilbagebetale et beløb, der er modtaget fra kreditor – idet der ikke er aftalt et forfaldstidspunkt, og debitor selv bestemmer, hvornår tilbagebetaling skal ske (i modsætning til gæld, der ifølge aftalen forfalder til betaling på kreditors anfordring) – foreligger der ikke gæld i skatteretlig forstand".¹³⁷

Da det fremgår af vores ovenstående analyse, at der er tale om en fordring i civilretlig forstand, må det derfor være udtryk for, at man i skatteretten modificerer fordringsbegrebet. Samme argumentation er fulgt af Skatterådet i SKM2020.181.SR, hvor de netop henviser til Skatteministerens udtalelse. Skatteministerens udtalelse tager udgangspunkt i hovedreglen i dansk ret; at debitor skal præstere sin pengeydelse på kreditors anfordring, men er berettiget til at præstere den til enhver tid, jf. gældsbeholdningslovens¹³⁸ ("GBL") § 5. Skatteministerens udtalelse giver anledning til at tro, at Skatteministeren er af den opfattelse, at eksistensen af gæld er betinget af, at GBL § 5 er opfyldt. Det ville være en meget væsentlig indgriben i dansk rets udgangspunkt om aftalefrihed, hvis eksistensen af gæld var betinget af, at GBL § 5 var

¹³⁴ Derfor findes der eksempelvis også en bestemmelse i Gældsbeholdningsloven (§ 45), der omhandler forældelse af masse gældsbeholdninger uden forfaldstidspunkt, hvorefter fordringen (hovedstolen) forældes, hvis der ikke er fremsat krav om nye rentekuponer i 3 år eller indløst rentekuponer i 20 år.

¹³⁵ (Tamasauskas, 2006), s. 60f benytter sondrer mellem "traditionelle" lån om lån, der forfalder til betaling før selskabets opløsning og "atypiske" lån om lån, der først forfalder til betaling ved selskabets opløsning, hvorfor AT1 kapital med den sondring vil være et "atypisk" lån.

¹³⁶ Kammeradvokaten anvender samme argumentation i deres bilag til L 60.

¹³⁷ L 22, Folketingsåret 2019-20, Almindelige bemærkninger pkt. 2.1.

¹³⁸ Lov 1938-04-13 nr. 146 om Gældsbeholdninger med senere ændringer som konsolideret ved Lovbekendtgørelse 2014-03-31 nr. 333 om gældsbeholdninger.

opfyldt, blandt andet fordi man netop ofte i låneaftaler aftaler et fast tilbagebetalingstidspunkt. Hvis der er et aftalt tidspunkt om tilbagebetaling, kan kreditor ikke kræve betaling på anfordring og debitor kan som udgangspunkt ikke frigøre sig ved betaling til enhver tid.¹³⁹ Som følge heraf ændrer vores konklusion ovenfor om civilretten sig derfor ikke på baggrund af Skatteministerens udtalelse.

Der hersker dog uenighed i litteraturen, om hvorvidt civilretten er styrende for skatteretten eller om skatteretten er autonom,¹⁴⁰ og der er mange argumenter samt eksempler på domme, som hælder til den ene eller anden side.¹⁴¹ Det afgørende for hvilken skatteretlig bedømmelse noget underlægges vil være en realitetsbedømmelse af de faktisk foretagne økonomiske dispositioner, uanset hvorledes disse måtte karakteriseres i privatretligt henseende.¹⁴² Der er ingen tvivl om, at den væsentligste økonomiske værdi ved uamortisable obligationer ligger i de løbende ydelser,¹⁴³ og spørgsmålet er da, om dette giver anledning til en skatteretlig omkvalifikation, da investorerne herefter primært kan siges at købe AT1 kapital for dets løbende betalinger. Således ville man altså skulle omkvalificere AT1 kapital fra at være en låneaftale med dertilhørende løbende betalinger til at blive anset som en finansiel kontrakt, hvor man dekomponerer AT1 kapitalens bestanddele.

Peter Rose Bjare er fortalende for dette, i tilfældet af, at man finder, at der ikke er tale om gæld i skatteretlig forstand.¹⁴⁴ Til brug for sondringen mellem disse to begreber følger det direkte af U.2000.128 H, at en swapaftale udgjorde en finansiel kontrakt og ikke gæld i skatteretlig forstand, da: *"Parterne (...) i henhold til (...) de to aftaler ikke ved aftalernes indgåelse [har] udvekslet ydelser, og aftalerne er derfor ikke låneaftaler, hvor hver af parterne forpligter sig til*

¹³⁹ (Iversen, 2019), s. 186 og (Kure, 2018), s. 231f.

¹⁴⁰ Se herom eksempelvis diskussionen mellem I.A. Strobel i SR.1991.0377, der taler for, at Skatteretten er suveræn i afgrænsningen af begreber inden for skatteretten og Jan Pedersen i SR.1992.0101, der taler for, at skatteretten er styret af civilretten, men at dette ikke betyder, at et anvendelsen af et bestemt begreb fra civilretten fører til de samme skatteretlige konsekvenser.

¹⁴¹ Se Jacob Graff Nielsen og Rasmus Kristian Feldthausen i Festskrift til Ole Bjørn, s. 211; Erik Werlauff og Nikolaj Vinther i TfS.2003.345; Jacob Bundgaard i U.2006B.124 og Søren Friis Hansen og Jens Valdemar Krenchel i U.2006B.279 samt flere. Artiklerne omhandler primært enkelte områder inden for skatteretten. (Vinther, 2004) og (Bundgaard, 2006) indeholder en udførlig gennemgang inden for udvalgte skatteretlige områder.

¹⁴² (Pedersen, et al., 2018), s. 63.

¹⁴³ Allerede hvis man udsteder en 20-årig obligation vil værdien af rentebetalingerne være 79% af den samlede værdi, og ved 100 årige obligationer udgør værdien af rentebetalingerne 99,96%!. (Bundgaard, 2017), s. 288 med henvisninger.

¹⁴⁴ Se (Bjare, SR.2020) samt bilag 3 til L 233, Folketingsåret 2018-19.

at tilbagebetale, hvad vedkommende har lånt hos den anden part".¹⁴⁵ Af dommen kan vi modsætningsvist udlede, at en låneaftale i skatteretlige termer i hvert fald kræver, at man forpligter sig til tilbagebetaling,¹⁴⁶ og uden dette foreligger der ingen fordring på hovedstolen.¹⁴⁷

Herved minder retsstillingen meget om den vi kender fra afsnit 3.1.2.2.1 ovenfor, hvilket understøttes af Højesterets begrundelse i U.2020.202 H, hvoraf det fremgår, at det for vurderingen af hvorvidt KGL finder anvendelse alene er relevant, hvorvidt der foreligger et retligt krav på betaling. Dette følges også af Skatterådet i SKM2020.181.SR, hvor de finder, at kreditor ikke har et retligt krav, da kreditor, efter deres overbevisning, ikke besidder det fornødne grundlag for at kunne rejse et krav om indfrielse af gælden mod debitor ved domstolene.

Da vi ovenfor konkluderede, at der var tale om et retligt krav på baggrund af princippet om suspensivt betingede rettigheder, bliver vi også nødt til at forholde os til, at medens man civilretligt anskaffer en sådan ret allerede ved indgåelsen af aftalen, forholder det sig anderledes i skatteretten, hvor den skatteretlige virkning som udgangspunkt ikke indtræder før betingelsen er opfyldt.¹⁴⁸ Dette udgangspunkt er dog modificeret gennem retspraksis, jf. eksempelvis U.1937.775 H, således at man i stedet anvender en realitetsvurdering, hvor det vurderes hvor sandsynligt det er, at den betingede aftale dermed bliver ubetinget, for at vurdere om de skatteretlige virkninger er indtrådt.¹⁴⁹ I dette lys giver Skatterådets afgørelser i SKM2019.540.SR, SKM2019.58.SR samt de ovennævnte afgørelser i SKM2015.293.SR og SKM2016.97.SR god mening, fordi man her henviser til, at der foreligger et incitament til indfrielse af obligationerne inden for en "*overskuelig årrække*". Efter vores opfattelse kan Skatterådets praksis således læses i lyset af den sandsynlighedsvurdering, som der også lægges

¹⁴⁵ Dommen er kommenteret i forhold til gældsbrevslovens anvendelse på derivat- eller swapaftaler af Herman Federspiel i U.2004B.196.

¹⁴⁶ Når dommen anvender ordene "*hver af parterne forpligter sig til at tilbagebetale*" skyldes det, at der er tale om en renteswap hvor parterne principielt indgår to modsatrettede låneaftaler, hvor de forpligter sig til at betale renter af lånene til hinanden. Forskellen mellem de to betalinger differenceafregnes, og der foreligger ikke en tilbagebetalingspligt af "hovedstolen".

¹⁴⁷ I sagen kunne den ene part ikke fradrage de tab, som personen havde lidt ved den løbende differenceafregning samt "slutbetalingen", da det ikke før de aftalte betalingstidspunkter har kunnet afgøres, hvem af parterne der skulle betale og med hvilket beløb, hvorfor der ikke var tale om pengefordringer og -gæld.

¹⁴⁸ Dette princip fremgår allerede af den nu ophævede § 12, stk. 1, nr. 2, 1. pkt. i SSL.

¹⁴⁹ (Vinther, 2004), s. 76.

til grund i sager om betingede aftaler.¹⁵⁰ I lyset af det kan det virke mærkværdigt, at Skatterådet i SKM2020.181.SR finder, at der ikke er tale om en tilbagebetalingsforpligtelse, da næsten samtlige AT1 instrumenter udstedt indtil videre, som har haft mulighed for at blive indfriet, også er blevet indfriet. Det er dog tvivlsomt, at dette faktisk kan anvendes som argument for en (implicit) tilbagebetalingsforpligtelse.¹⁵¹

Udover den ovennævnte praksis er der dog ikke meget der tyder på, at man skulle anvende den skatteretlige sandsynlighedsvurdering i stedet for den civilretlige vurdering af, hvorvidt der foreligger et retligt krav. I anden retspraksis spiller sandsynlighedsvurderingen kun en rolle, når det allerede ved udstedelsen er tvivlsomt, om låntager er i stand til at tilbagebetale lånet, jf. eksempelvis TfS 1997, 597 LSR.¹⁵² Retsstillingen her adskiller sig da ikke væsentligt fra det i afsnit 3.1.2.1.1.3 ovenfor, idet det også er et krav, at der foreligger en objektiv tilbagebetalingsforpligtelse, jf. eksempelvis U.2004.1881 H. Følger man Skatterådets vurdering omkring tilbagebetalingsforpligtelsen, kan man på baggrund af afgørelsen i SKM2011.847.SR igen her anføre, at fordringen først opstår, når debitor vælger at indfri lånet.¹⁵³ Det forekommer dog ikke klart, at der i øvrig retspraksis skulle være udtryk for, at et eksplicit tilbagebetalingstidspunkt er nødvendigt for, at der skulle være en fordring i henhold til KGL. Det følger nemlig indirekte af TfS 2004, 767 LSR, at en kassekredit er en fordring omfattet af KGL, fordi låneomkostningerne kan fradrages i medfør af KGL § 26, stk. 4, når kassekrediten på et tidspunkt indfries. Kassekreditter adskiller sig dog fra AT1 kapital på det punkt, at kreditor kan opsige forholdet med den følge, at debitor skal tilbagebetale lånet.¹⁵⁴

¹⁵⁰ Jf. også at Skattestyrelsen i SKM2015.293.SR henviser til, at der: ”Ved vurderingen af, om tilbagebetalingsforpligtelsen er reel, lægges der vægt på bl.a. (...) om tilbagebetalingen er således betinget eller i øvrigt knyttet til usikre fremtidige begivenheder, at tilbagebetalingen alene fremstår som en teoretisk mulighed” – altså hvor sandsynligt det er, at tilbagebetalingen kommer til at ske.

¹⁵¹ Da det er et produkt af, at pengeinstitutterne har haft mulighed for at refinansiere sig selv på bedre vilkår som følge af det faldende generelle renteniveau og forbedringen af deres finansielle stilling, hvilket har ført til lavere rentemarginaler. Havde det modsatte været tilfældet, er det langt fra sikkert, at vi havde set indfrielse af kapitalen i samme grad.

¹⁵² I sagen blev lånet udstedt som ansvarlig lånekapital i stedet for et hidtidigt lån, som samtidigt blev indfriet. Lånet blev udstedt den 14. maj og senere akkorderet pr. 31. juli, hvorfor Landsskatteretten fandt, at der allerede på overførselstidspunktet ikke var udsigt til, at selskabet ville være i stand til at tilbagebetale lånet, hvorfor der i stedet var tale om et tilskud.

¹⁵³ I sagen havde en skatteyder købt et kursus på en pilotskole, som blev forudbetalt. Skolen gik senere konkurs, hvorfor skatteyderen ikke fik det betalte kursus. Skatterådet udtalte, at fordringen ved konkursen overgik til en pengefordring, som dermed var omfattet af KGL, således at anskaffelsestidspunktet var konkurstidspunktet.

¹⁵⁴ (Kure, 2018), s. 264f.

Det at kreditor kan opsige forholdet til enhver tid, og dermed få et retligt krav på tilbagebetaling udelukkende ved sin egen handling, forekommer dog ikke som værende det afgørende i forhold til hvorvidt gæld uden fast tilbagebetalingstidspunkt kan være en fordring omfattet af KGL. Dette støttes særligt af praksis omkring en anden af pengeinstitutters finansieringsmuligheder; garantikapital. Garantikapital har visse ligheder med AT1 kapital i og med, at de begge er efterstillet selskabets andre kreditorer i tilfælde af selskabets konkurs/opløsning. Garantikapitalen indsættes på en særlig konto i pengeinstituttet, hvor indehaveren kan anmode om udbetaling af et givent beløb på nærmere bestemte vilkår og som regel mod samtykke fra pengeinstituttet. Garantikapital er omfattet af KGL, jf. eksempelvis SKM2006.704.SR¹⁵⁵, hvor det oplystes, at: ”ingen garant er forpligtet til at lade garantikapital indløse og ingen har krav herpå (...)”, men at dette kun var muligt på nogle nærmere bestemte vilkår.¹⁵⁶ I SKM2008.980.LSR, der omhandlede garantikapital med samme vilkår, følger det også direkte af landsskatterettens kendelse, at:

”Garanterne havde således ikke (...) et retskrav på at få tilbagebetalt den indbetalte garantikapital. Tværtimod var sparekassen ikke i alle tilfælde berettiget til at tilbagebetale garantikapitalen, idet dette forudsatte, at sparekassen også efter udbetalingen opfyldte kapitalkravet i lov om finansiel virksomhed § 124. Garantikapitalen kunne ligeledes gå tabt i tilfælde af sparekassens konkurs (...)”

Landsskatteretten fandt i sagen, at overkursen ved indløsningen var en skattefri kursgevinst efter KGLs dagældende § 14, stk. 2 og 4, hvorefter garantikapitalen må være omfattet af KGL. Her bliver vi altså bekræftet i, at der skatteretligt kan være tale om fordring, selvom der ikke foreligger et på forhånd fastsat tidspunkt for eller retskrav på tilbagebetaling.¹⁵⁷ Sammenholdt med den skatteretlige praksis om afgrænsningen mellem tilskud og lån, jf. afsnit 3.1.2.1.1.3 ovenfor, må AT1 kapital udgøre en fordring i skatteretten, som dermed er underlagt KGL.¹⁵⁸ Dette støttes yderligere af, at da den danske stat i 2011 opsagde sine uamortisable

¹⁵⁵ Se desuden SKM2009.287.SR og SKM2008.288.SR samt Skattestyrelsens styresignal på baggrund af disse i SKM2009.370.SKAT.

¹⁵⁶ ”såfremt antallet af stemmer ikke derved bringes under 1.000, garantikapitalen ikke under 1 mio. kr. og egenkapitalen ikke under lovkravet til denne”.

¹⁵⁷ I U.2003B.180 anfører Nikolaj Vinther dog, at AT1 kapital ikke kan betragtes som et lån i skatteretlig henseende, da der ikke foreligger en tilbagebetalingsforpligtelse. Dette sker dog uden nærmere begrundelse og må anses for at være blevet afvist efter Landsskatterettens kendelse.

¹⁵⁸ Dette vil både være tilfældet for købere på det primære og sekundære marked.

statsobligationer, fremgik det af Skattestyrelsens årsbrev, at de var klassificeret som obligationer og med kode for renter.¹⁵⁹

3.1.2.2.3 Fordringer undtaget fra kursgevinstlovens anvendelsesområde

Selvom forarbejderne til KGL nævner at KGL er udtømmende, jf. ovenfor, er det kun udgangspunktet, at en fordring er omfattet af KGL. Spørgsmålet er derefter i hvilke tilfælde man kan fravige dette udgangspunkt. I (Pedersen, 2019) opsummeres retsstillingen som, at KGL omfatter ”*aftalebetingede fordringer, der er stiftet som led i långivning, finansiering etc., men ikke fordringer, der er stiftet ved kriminalitet, skadegørende handlinger, misligholdelse af private aftaler, bodeling etc., med mindre den aktuelle kreditor har erhvervet den pågældende fordring senere ved aftalebetinget transport, udlæg etc.*”.¹⁶⁰ Da fordringen ved AT1 kapital således ikke er stiftet ved nogle af de ovennævnte handlinger, må det konkluderes, at AT1 kapital ikke udgør en af de fordringer, som efter praksis falder udenfor KGLs anvendelsesområde.

Hertil må man spørge sig selv om det faktum, at lovgiver i forbindelse med ændringen af KGL i L 22 nævner, at en konsekvens af lovforslaget er, at KGL ikke vil finde anvendelse,¹⁶¹ er at lovgiver herved har indskrænket KGLs anvendelsesområde? Det står klart, at hvis man vedtager en lovændring, der indsætter en bestemmelse i en lov, der udvider eller indskrænker lovens anvendelsesområde, vinder denne ret over det generelle anvendelsesområde ud fra en *lex specialis* betragtning. Tillige må det stå klart, at hvis man vedtog en ny hovedlov, hvoraf det fremgik af bemærkningerne, at AT1 kapital ikke var omfattet af anvendelsesområdet, ville fordringen heller ikke være omfattet af KGL. Det kan derfor virke formalistisk, at man skulle kræve, at lovgiver skulle indsætte en eksplicit bestemmelse i loven eller lave ny hovedlov for, at deres motiver blev gennemført. Ikke desto mindre er dette tilfældet her. Dette skyldes ikke en henvisning til, at der inden for skattelovgivningen forekommer et skærpet hjemmelskrav,¹⁶² men derimod alene almindelige lovfortolkningsprincipper. Som det fremgår af L22, vil instrumenterne efter ophævelsen af særreglerne i KGL §§ 1, stk. 5 og 6: ”*skulle behandles efter de almindelige skatteretlige regler, herunder på grundlag af den almindelige skatteretlige gældsdefinition.*” At bemærkningerne derefter indeholder en vildfarelse af, hvad den

¹⁵⁹ (Bjare, SR.2020) Der også henviser til uamortisable realkreditobligationer udstedt af Kreditkassen for Husejere i København, nu Jyske Realkredit, helt tilbage fra 1797.

¹⁶⁰ (Christiansen, et al., 2019), s. 401.

¹⁶¹ L 22, Folketingsåret 2019-20, specielle bemærkninger til § 2.

¹⁶² Da det er tvivlsomt, at et sådant gælder, jf. (Christensen, 2011), s. 63ff.

almindelige skatteretlige definition indeholder og indebærer for AT1 kapital, kan ikke føre til, at den almindelige skatteretlige gældsdefinition ændrer sig. Til støtte for dette kan også nævnes et retssikkerhedssynspunkt, hvorefter man som borger selvfølgelig ikke kan forventes at skulle tage stilling til noget, der fremgår i lovbemærkningerne om ophævelsen af en særregel til at fortolke på KGL § 1, stk. 1. Af disse grunde, mener vi derfor, at der vil være tale om en fordring omfattet af KGL.

3.1.2.3 Aktieavancebeskatningsloven

I forhold til ovenstående redegørelse og praksis på området, vil det også være relevant at vurdere, hvorvidt der foreligger selskabsdeltagelse, hvor AT1 instrumenter skal behandles som et værdipapir efter reglerne i aktieavancebeskatningsloven¹⁶³ ("ABL"). De omfattede objekter udgør værdipapirer, der ved afståelse beskattes efter aktieavancebeskatningsloven dvs. aktier, anparter, andelsbeviser, omsættelige investeringsbeviser og lignende værdipapirer i danske selskaber.¹⁶⁴

Som udgangspunkt har AT1 kapital flere lighedspunkter med en aktie (egenkapital). Ved en almindelig obligation er der fastsat en på forhånd defineret løbetid, hvilket ikke er tilfældet ved AT1 kapital, da den er uamortisabel. Dette er også tilfældet med aktier. For aktier er der heller ikke garanteret et afkast, idet udbytteudlodningen er diskretionær for selskabet, hvilket tillige er tilfældet for AT1 kapital.

En af de ting der taler imod at AT1 kapital skal betragtes som et værdipapir er, at den ikke er vedtægtsbestemt, men hviler på en aftale mellem investor og selskabet, at forrentningen er maksimeret til en fastsat procent af kapitalen herunder ved likvidation, og således ikke er overskudsbestemt, samt udsteders ret til at tilbagebetale kapitalen til kurs pari efter 5 år, når betingelserne herfor er opfyldt. Dette var den samme bedømmelse sparekassernes garantikapital har været igennem i SKM2006.704.SR, hvor det blev konstateret, at garantikapital faldt udenfor reglerne i ABL, og dermed var omfattet af KGL.¹⁶⁵ Tillige vil man betragte alt andet end den registrerede selskabskapital som gæld eller tilskud,¹⁶⁶ så da der

¹⁶³ Lov 2005-12-21 nr. 1413 om den skattemæssige behandling af gevinst og tab ved afståelse af aktier m.v. med senere ændringer som konsolideret ved Lovbekendtgørelse 2021-01-29 nr. 172 om den skattemæssige behandling af gevinst og tab ved afståelse af aktier m.v.

¹⁶⁴ (Niels Jørgen Krisensen m.fl., 2019).

¹⁶⁵ (Bjare, SR.2020).

¹⁶⁶ (Bundgaard, 2006), s. 976

allerede ikke civilretligt vil foreligge en aktie, vil der heller ikke foreligge en aktie i skatteretlig forstand.

Det er dog ikke kun aktier, der er omfattet af ABL, da konvertible obligationer også er dette, jf. ABL § 1, stk. 3. Når et AT1 instrument indeholder en bestemmelse om konvertering, er det da spørgsmålet, om det falder ind under dette. En konvertibel obligation er et gældsbrev udstedt af et aktie- eller anpartsselskab, som giver långiver en reel ret til at konvertere sin fordring på selskabet til aktier i selskabet.¹⁶⁷ Her er der dog tale om et instrument, som långiver ikke selv kan vælge at konvertere, hvorfor der ikke er tale om en konvertibel obligation i ABLs forstand, jf. SKM2008.962.SR¹⁶⁸

Der kan ud fra disse karakteristika ikke være tale om en konvertibel obligation, og da det heller ikke kunne anses som en aktie, vil AT1 kapital falde udenfor ABLs område.

3.1.2.4 Delkonklusion på den skatteretlige kvalifikation

Civilretligt må AT1 kapital kvalificeres som et lån, selvom obligationerne er uamortisable, da man i overensstemmelse med læren om suspensivt betingede rettigheder, stifter disse allerede ved indgåelsen af aftalen. Skatteretligt må kvalifikationen følge den civilretlige, med den følge, at AT1 kapital kvalificeres som et lån, da omstændighederne omkring AT1 kapital ikke medfører, at man bliver omfattet af en af de situationer, hvor man bortser fra den civilretlige kvalifikation. Det har den følge, at AT1 kapital skal behandles som en fordring efter KGL og som gæld efter SSL.

¹⁶⁷ (Kure, 2018), s. 209.

¹⁶⁸ Af samme grund vil der heller ikke være tale om et konvertibelt gældsbrev i medfør af selskabsloven. Derfor finder de særlige bestemmelser om udstedelse af konvertible gældsbreve i Selskabslovens § 167 ikke anvendelse og beslutningskompetencen om udstedelse er således hos direktionen og eventuelt bestyrelsen, jf. Selskabslovens §§ 111 og 117, og ikke generalforsamlingen, jf. Selskabslovens § 167 modsætningsvist.

3.2 Den skattemæssige behandling af afkast på AT1 kapital

Afkast på fordringer kan komme i mange former, men oftest vil det være i form af renter og/eller kursgevinster. Disse er nært beslægtede, og udgør begge et vederlag for finansiering. For kreditor er både kursgevinster og renteindtægter afkast på den finansielle fordring, som ejes på debitor. Alt efter debtors eller kreditors ønsker kan man strukturere fordringen, således at afkastet bliver enten i form af rente eller kursgevinst. Gevinst og tab på renter og kursgevinster beskattes i dag som udgangspunkt begge, hvorfor sondringen er af mindre betydning end den var tidligere.¹⁶⁹ De to behandles i midlertidig efter forskellige regelsæt, hvorfor der redegøres for behandlingen af afkastet eller tabet for henholdsvis udsteder og køber nedenfor.

3.2.1 Fra udsteders perspektiv

3.2.1.1 Løbende betalinger

For udsteder er det vigtigste spørgsmål, hvorvidt de løbende betalinger kan karakteriseres som renter. Behandlingen af rentebetalingerne sker hovedsageligt i medfør af SSL § 6, stk. 1, litra e. SSL § 6, stk. 1, litra e specificerede ved vedtagelsen i 1922, at der skulle være tale om ”*renter af Prioriteter og anden Gæld*”, men dette blev ved Lov nr. 1883 af 29. december 2015 ændret til, at der alene skulle være tale om ”*renter*”, da man efter Skattestyrelsens styresignal om negative renter¹⁷⁰ præciserede, at ”*de i praksis udviklede principper for at anerkende en udgift som en fradragsberettiget renteudgift skal finde tilsvarende anvendelse, for så vidt angår negative renter*”.¹⁷¹ Af forarbejderne fremgår dog også, at præciseringen ikke ændrer bestemmelsens anvendelsesområde. Fradrag efter SSL § 6, stk. 1, litra e forudsætter derfor:

- i. At der skattemæssigt er tale om en rente; et sædvanligt periodisk vederlag beregnet som en bestemt procentdel af den til enhver tid værende restgæld; og
- ii. At gældsforholdet indeholder en retligt bindende forpligtelse til rent faktisk at betale og forrente gælden.¹⁷²

¹⁶⁹ I størstedelen af Statsskattelovens levetid er renter og kursgevinster ikke blevet beskattet ens, da renteindtægter og -udgifter blev medregnet i indkomstopgørelsen, jf. SSL §§ 4 og 6, mens formueforøgelser og -tab i form af kursgevinster ikke blev det, jf. SSL § 5. Formueforøgelser som led i næring eller spekulation har dog altid været skattepligtigt, jf. SSL § 5. Desuden var finansielle virksomheder omfattet af en særregel i den tidligere § 4 i ligningsloven om gevinster realiseret i fordringer. Se (Børjesson, et al., 2014), s. 37.

¹⁷⁰ SKM2015.160.SKAT.

¹⁷¹ FT 2015-16, tillæg A, L 45, specielle bemærkninger til § 6.

¹⁷² FT 2015-16, tillæg A, L 45, specielle bemærkninger til § 6.

3.2.1.1.1 Periodisk vederlag i procentdel af restgælden

Aftaler om pengelån har til formål at tilvejebringe likviditet for låntager, og låntagers betaling for denne likviditet sker i form af en pengeydelse, som betegnes renten.¹⁷³ Selvom dette er det obligationsretlige udgangspunkt, er rentebegrebet dog væsentligt indsnævret i skatteretten. Skatterettens rentebegreb tager udgangspunkt i ordet ”renter” i sædvanlig forstand, jf. Finansministeriets procedure og Højesterets dom i U.1941.563 H, hvor af det også fremgår, at begrebet skal fortolkes snævert.¹⁷⁴ Af domsudskriftet fremgår ikke, hvad renter i sædvanlig forstand betyder, men i U.1960.589 H, fremgår det af Østre Landsrets kendelse, at: *”statsskattelovens § 6, stk. 10, kun antages at hjemle fradrag af renter efter sædvanlig sprogbrug (nominel rente), omfattende ydelser, beregnet med en fastsat procentdel af det til enhver tid skyldige beløb”*, hvilket Højesteret tilsluttede sig ved at stadfæste dommen. Som anført af Glistrup, er det derfor også irrelevant, hvorvidt det betalte beløb realøkonomisk udgør vederlag for en aktuel gæld. Det afgørende er i stedet hvorvidt rentebeløbet formelt fremtræder som en løbende procentydelse beregnet i forhold til en hovedstol.¹⁷⁵ Glistrup fremkom med sit synspunkt i 1957, men ikke meget tyder på, at rentedefinitionen i dansk skatteret skulle have ændret sig siden på trods af de utallige nye former for finansieringsinstrumenter, som er blevet opfundet siden da.

Dette ses særligt på området for overskudsafhængige og indeksregulerede lån, hvor det formelle rentebegreb har haft stor indvirkning. I TfS 1989, 249 LR og TfS 1989, 288 LR tog Ligningsrådet stilling til et lån, hvis forrentning skulle beregnes ud fra en fast grundrente, som skulle reguleres med en tillægsrente ud fra kursudviklingen mellem D-mark og danske kroner. Ligningsrådet fandt i begge tilfælde, at grundrenten skattemæssigt skulle behandles som rente. Tillægsrenten skulle derimod ikke behandles som en rente, da denne svarede til ændringen i kursforholdet mellem D-mark og danske kroner, og skulle derfor efter Ligningsrådets opfattelse behandles efter KGL. Ann Hatting anfører i TfS 1989, 399, at grunden til dette er, at man i realiteten på forfaldstidspunktet beregner kursudsvinget og dette beløb så omregnes til en procentdel af lånet, som reguleres ved tillægsrenten. Herved fratager man efter hendes opfattelse tillægsrenten dens karakter af rente, og den må som følge heraf behandles som en

¹⁷³ (Bryde Andersen & Lookofsky, 2010), s. 107.

¹⁷⁴ Højesteret bruger ordene: *”saaledes at en videregaaende Fortolkning af Udtrykket maa forkastes”*.

¹⁷⁵ (Glistrup, 1957), s. 276. Helt formalistisk er begrebet dog ikke, da den blotte tilstedeværelse af ordet rente i låneaftalen hverken er en tilstrækkelig eller nødvendig betingelse for at der gives rentefradrag, jf. (Hemmingsen, 1987), s. 197.

kursgevinst. Dette synspunkt er senere fulgt op af Ligningsrådet i SKM2003.409.LR og SKM2003.410LR, der begge vedrørte et lignende spørgsmål, men hvor reguleringen af grundrenten skulle ske ud fra udviklingen i et aktieindeks. Ligningsrådet bekræftede her Ann Hattings synspunkt ved at udtale, at den variable rente baseret på aktieindeksets udvikling ikke ansås som rente, da renten først fastsættes efter den periode, som renten skal henføres til.

Dette giver en vis form for asymmetri, da de ovennævnte afgørelser fra Skattestyrelsen sammenholdt med afgørelsen i TfS 1998, 70 LR¹⁷⁶ medfører, at en sådan regulering af renten i forhold til en positiv udvikling i pengeinstituttets finansielle stilling ikke er mulig inden for rentebegrebet. Forudsætter man, at udsteder ønsker, at der skal være fradrag for de løbende betalinger, vil asymmetrien vise sig ved, at pengeinstituttet skal betale en højere rentemarginal end, hvis det var muligt at justere betalingen opadgående på baggrund af en positiv udvikling i udsteders finansielle stilling.

For AT1 kapital er der også tale om en variabel rente, men i form af en referencerente plus en rentemarginal. Denne fastsættes forud for perioden for rentebetaling og er således også omfattet af rentebegrebet, jf. eksempelvis SKM2014.711.SR. Derfor udgør den løbende betaling et periodisk vederlag i procentdel af restgælden.

Yderligere skal det nævnes, at det skatteretlige udgangspunkt om, at renter fradrages på forfaldstidspunktet, jf. LL § 5, stk. 1, er fraveget for pengeinstitutter¹⁷⁷, som i stedet skal anvende fuld renteperiodisering, jf. LL §§ 5, stk. 4 og 5. Da rentebetalingen dog ikke kumulerer, hvis udsteder vælger ikke at betale renterne, er spørgsmålet om hvornår rentefradrag skal ske, hvis betalingen annulleres, underordnet.

3.2.1.1.2 Retlig bindende forpligtelse

Udover det periodiske vederlag i procent, skal der også være tale om en retlig bindende forpligtelse, før en rente kan fradrages i medfør af SSL § 6, stk. 1, litra e. Det præciseres i betingelserne for rentefradrag, at den retlige bindende forpligtelse skal være på:

- i. At betale gælden; og

¹⁷⁶ Denne sag omhandlede et lån hvor afkastet afhang delvist af en basisrente og delvist af et overskudsafhængig afkast, der blev beregnet som en andel af overskuddet i det låntagende selskab. Ligningsrådet fandt, at basisrenten kunne anses for at være en rente skattemæssigt, mens den del af afkastet, der udgjorde det overskudsafhængige afkast, blev anset for en kursopskrivning.

¹⁷⁷ Benævnt "banker" i LL § 5, stk. 4.

ii. At forrente gælden.¹⁷⁸

Det er desuden en betingelse, at det kan dokumenteres, at de to ovenstående betingelser er opfyldt.¹⁷⁹

Som grundlæggende betingelse for, at der kan forelægge en retlig bindende forpligtelse må være, at der faktisk foreligger en aftale, jf. SKM2005.223.Ø, hvor de indgåede låneaftaler fandtes at være indholdsløse dispositioner i bogholderiet, der savnede realitetsindhold og som følge heraf kunne renteudgifter ikke fradrages. Som et tilfælde mellem fuldkommen fiktion og en bindende forpligtelse kan nævnes SKM2003.478.Ø, hvor der var tvivl om, hvorvidt der var opstået en forpligtelse på baggrund af en upræcis beslutning af uklar rækkevidde på generalforsamlingen, som først blev fulgt op på 10 måneder senere, og at der samtidig ikke blev udsendt rykkerskrivelser fra selskabet eller forsøgt inddrivelse af gælden.

Alene det at der foreligger en bindende forpligtelse, er dog ikke tilstrækkeligt til at opnå rentefradrag, hvis retten kommer frem til, at der er tale om et skattemæssigt arrangement uden erhvervsmæssig og økonomisk realitet, jf. TfS 1990, 149 Ø¹⁸⁰ og TfS 1999, 132 Ø, hvor et ellers gyldigt arrangement om optagelse af lån i et canadisk selskab og investering af lånebeløbet i køb af obligationer udstedt af et andet canadisk selskab blev underkendt skattemæssigt. I SKM2008.230.SR var der dog fradrag for en rentebetaling for et lån ydet af et datterselskab til et moderselskab, selvom de gennemførte dispositioner alene var foretaget med den forretningsmæssige begrundelse at spare i skat, da der var tale om selskabsretlige veldefinerede og regulerede dispositioner.¹⁸¹

For AT1 kapital er der ingen tvivl om, at der foreligger et lånedokument (obligationsudstedelsen), hvor bestemmelserne efterleves af parterne, og der ikke er tale om et arrangement uden erhvervsmæssig eller økonomisk realitet. Det følger jo af selve reguleringen af AT1 kapital, at denne skal/kan indgå som en del af selskabets lovfæstede kapitalkrav, og som

¹⁷⁸ Se eksempelvis (Ramskov, 2001), s. 336.

¹⁷⁹ Derfor har kravene også været af særlig betydning i tilfælde med interessefællesskab, hvor der gælder en skærpet bevisbyrde for, at der foreligger en retlig bindende forpligtelse, jf. eksempelvis SKM2011.97.HR og SKM2009.487.HR.

¹⁸⁰ Hvor deltagelse i Mogens Glistrups administrationssystem ikke var en retsgyldig forpligtelse.

¹⁸¹ Skatterådets afgørelse henviste blandt andet til TfS 2006, 1062 H, hvor Højesteret anerkendte, at den skattemæssige behandling af dispositionerne ikke kunne tilsidesættes, når dispositionerne opfyldte de civilretlige regler.

følge heraf kan aftalen ikke tilsidesættes, også selvom dette skulle være begrundet i en skattemæssig besparelse.¹⁸² Som redegjort for i afsnit 3.1.2.2.2 ovenfor, er der ingen tvivl om, at instrumentet også udgør en fordring i skatteretten og dermed er betingelsen om, at udsteder skal være forpligtet til at betale gælden opfyldt.¹⁸³

At udsteder er forpligtet til at forrente gælden, følger allerede af obligationsvilkårene, hvoraf der kan iværksættes tvangsfuldbyrdelse, hvis udsteder ikke betaler de løbende betalinger (forrentningen) medmindre, at betingelserne for, at udsteder ikke skal betale dem, er opfyldt. Et særligt spørgsmål for AT1 kapital trænger sig på her, da rentebetalingen er diskretionær og som følge heraf, vil den endelige rentebetaling først fastlægges ved forfaldsdagen. Hertil gælder også, at forrentningen jo bortfalder helt ved nedskrivning af gælden, hvis den egentlige kernekapital falder til under 5,125%. I SKM2014.711.SR har Skatterådet dog taget stilling til netop dette, hvor de fremhæver, at *"Det forhold, at forrentningen eventuelt kan bortfalde helt eller delvis, kan ikke føre til noget andet resultat"*. Som følge heraf er det for den skattemæssige behandling underordnet, at renten kan bortfalde, selvom denne regulering først sker ved udløbet af den periode, som renten henføres til. Herefter vil der også foreligge en forpligtelse til at forrente gælden.¹⁸⁴

3.2.1.2 Kursgevinster- og tab

En kursgevinst eller -tab, vil for udsteder opstå i ét af to tilfælde; ved indfrielse af obligationerne eller i tilfælde af trigger-eventen, hvilket vil medføre nedskrivning eller konvertering. At disse situationer er omfattet af KGL, følger blandt andet af TfS 2000, 240 DEP hvor Skatteministeriet bekræftede, at KGL § 6 omfatter de situationer, hvor skyldner realiserer en gevinst eller et tab ved frigørelse af en gældsforpligtelse. Hovedreglen i KGL § 6 klargør, at gevinst og tab på gæld anses som skattepligtige, medmindre der er tale om koncernintern gæld (KGL § 8). Da gælden

¹⁸² Ombytningen af CET1 kapital med AT1 kapital (såfremt man er over mindstekravet til CET1 kapital) har jo hidtidig også været forbundet med en skattemæssig besparelse, da udlodningerne på AT1 kapital var fradragsberettiget i modsætning til udlodninger på CET1 kapital.

¹⁸³ Til støtte herfor kan det nævnes, at det af N. Mou Jacobsen i RR.SM.2000.194 anføres, at det afgørende for om der i skattemæssig henseende foreligger en låneaftale er, at der i forbindelse med at der stilles kapital til rådighed, opstår en pengefordring, der omfattes af KGL i form af et gælds-brev, pantebrev eller lignende. Da der her opstår en pengefordring omfattet af KGL, må der derefter være tale om en låneaftale.

¹⁸⁴ Rentebetalingerne vil først kunne fradrages fra den dag hvor der opstår en aktuel gældsforpligtelse, jf. SKM2002.226.HR, hvor et pantebrev efter aftalen skulle forrentes fra den 1. december, men hvor det først blev underskrevet den 22. december og der derfor ikke kunne fradrages renter, der var påløbet før dette tidspunkt.

ved AT1 kapital sjældent vil være omfattet af KGL § 8, skal gevinsten eller tabet indgå som del af udsteders skattepligtige indkomst.

3.2.1.2.1 Indfrielse (Call)

Hvis der sker en indfrielse af AT1 kapitalen, vil udsteder stå i en situation, hvor der enten foreligger et tab eller en gevinst på fordringen. Som regel vil indfrielseskursen være 100, hvorfor udsteder hverken får en gevinst eller et tab på fordringen, da de også udstedes til kurs 100. I tilfælde af indfrielse, vil der derfor som udgangspunkt hverken være en skattepligtig kursgevinst eller -tab for udsteder.¹⁸⁵

3.2.1.2.2 Nedskrivning eller konvertering

Som nævnt ovenfor, er det i de fleste tilfælde en mulighed, at pengeinstituttet nedskriver gælden helt eller delvist i tilfælde af, at trigger-eventen indtræder. Her vil udgangspunktet være, at beløbet, som gælden nedskrives med, betragtes som en skattepligtig kursgevinst for udsteder, jf. KGL §§ 2 og 6, da udsteder herved frigøres helt eller delvist fra forpligtelsen. Ved konvertering til aktier sker dette til en på forhånd fastsat pris i udstedelsens vilkår. I de to Danske Bank udstedelser med konvertering fremgår det, at konverteringsprisen skal være den højeste af aktieprisen baseret på et fem dages gennemsnit¹⁸⁶ eller en floor price, som er sat til USD 23,97. Hvis konverteringsprisen er forskellig fra markedskursen på aktierne på dagen for konvertering, vil der opstå en skattepligtig kursgevinst eller -tab, da man således indfrier med en mindre eller større sum end det udestående efter fordringen.¹⁸⁷

En undtagelse til hovedreglen ligger i en gældseftergivelse fra udsteders side (akkord). En akkord, som enten kan have form af en tvangsakkord eller en frivillig akkord¹⁸⁸, er en nedskrivelse af gælden fra kreditors side, hvor gevinsten på gælden kan blive anset som skattefri hos debitor, og er dermed heller ikke fradragsberettiget for kreditor. Grunden til at dette har relevans er, at i tilfælde af, at et pengeinstituts CET1 ratio falder til det punkt, der udløser trigger-eventen, vil pengeinstituttet formentligt være i så store finansielle problemer,

¹⁸⁵ Til anskaffelsessummen kan man dog lægge stiftelsesprovisioner og andre låneomkostninger, jf. ex. SKM2003.205.V, hvilket kan medføre, at der opstår en forskel mellem de to beløb.

¹⁸⁶ VWAP (Volume Weighted Average Price).

¹⁸⁷ Hvis markedskursen er lavere end floor prisen, vil udsteder indfri gælden til et lavere beløb end kurs 100 og herved opnå en gevinst. Forskellen mellem markedsprisen og floor prisen gange antallet af aktier vil være udsteders gevinst.

¹⁸⁸ Hvis der skal være tale om en frivillig akkord, skal det ske som en samlet ordning, hvorved der menes at over halvdelen af kreditorerne deltager i gældseftergivelsen, og at ingen væsentlige kreditorer må stå udenfor. Se blandt andet SKM2006.250.LSR og SKM2007.677.SR.

at en overtagelse af Finansiell Stabilitet med efterfølgende forsøg på rekonstruktion eller afvikling er varetaget.¹⁸⁹ I sådanne tilfælde er kursgevinsten som udsteder opnår ved nedskrivningen skattefri, jf. KGL § 24, stk. 1, 1. pkt., dog kun i det omfang, at gælden ikke nedskrives til et lavere beløb end fordringens værdi for kreditor på eftergivelsestidspunktet jf. KGL § 24, stk. 1, 2.pkt.¹⁹⁰ En konvertering af gælden til aktier eller konvertible obligationer sidestilles med en nedsættelse, jf. KGL § 24, stk. 1, 3. pkt., og følgelig vil man i tilfælde af en konvertering ved akkord have samme retsfølge.

3.2.1.3 Opsummering af den skattemæssige behandling for udsteder

Udsteder har fradrag for de løbende betalinger som rente i medfør af SSL § 6, stk. 1, litra e, mens gevinst og tab i forbindelse med indfrielse, konvertering eller nedskrivning som udgangspunkt skal medgå i den skattepligtige indkomst, jf. KGL § 6. For konvertering og nedskrivning vil det praktiske udgangspunkt dog formentlig være, at gevinst vil være skattefri, jf. KGL § 24, stk. 1, da trigger-eventen, der udløser disse handlinger, kun udløses, hvis pengeinstituttet er i store finansielle problemer, hvorfor det vil indgå som led i akkord.

3.2.2 Fra investors perspektiv

3.2.2.1 Direkte investorer

3.2.2.1.1 Fysiske personer

Investering i AT1 kapital vil typisk ikke være noget, der gøres af fysiske personer direkte. I stedet købes de af institutionelle investorer, som fysiske personer direkte kan investere i, og derved få en indirekte investering i AT1 kapital.¹⁹¹ Beskatningen af disse investeringer er dog designet ud fra hvordan man ville blive beskattet, hvis investeringen blev foretaget af den fysiske person direkte (transparensprincippet), hvorfor en gennemgang af beskatningen for fysiske personer er hensigtsmæssig. For fysiske personer vil de løbende betalinger være skattepligtige som renter, jf. SSL § 4, stk. 1, litra e¹⁹², mens kursgevinster og -tab på

¹⁸⁹ Til dato er det eneste tilfælde af en konvertering af AT1 kapitalen i EU den spanske bank Banco Popular, som var i så store finansielle problemer, at ECB mente, at de var "failing or likely to fail", hvorefter SRB og FROB (den spanske afviklingsmyndighed) trådte ind og solgte banken til Banco Santander. I denne proces blev hele AT1 kapitalen konverteret til aktier, som efterfølgende blev nedskrevet. Se: (FROB, 2017).

¹⁹⁰ Denne opgøres som forskellen mellem dividendeprocenten ved endelig afvikling af debtors aktiver og passiver og akkordprocenten, se (Pedersen, 2018), s. 358.

¹⁹¹ Se herom i afsnit 3.2.2.1.2 nedenfor.

¹⁹² Rentedefinitionen i SSL § 4 følger den i SSL § 6.

obligationerne vil være skattepligtige, hvis beløbet¹⁹³ overstiger 2.000 kr., jf. KGL §§ 12 og 14. Renterne medregnes i det indkomstår de forfalder,¹⁹⁴ og kursgevinster og tab som udgangspunkt medregnes efter realisationsprincippet, jf. KGL § 25, stk. 1.¹⁹⁵ For fysiske personer skal disse skattepligtige indtægter medtages i kapitalindkomsten, jf. personskatteloven¹⁹⁶ ("PSL") §§ 4, stk. 1, nr. 1 og 2.¹⁹⁷ Marginalskatten på kapitalindkomst i 2021 er som følger:

Indkomst:	Sats:
Skatteyder betaler ikke topskat, Negativ kapitalindkomst > 50.000 kr.	25,6%
Skatteyder betaler ikke topskat, Negativ kapitalindkomst < 50.000 kr.	33,6%
Skatteyder betaler ikke topskat, Positiv kapitalindkomst < 46.800 kr.	37,7%
Skatteyder betaler topskat, Positiv kapitalindkomst < 46.800 kr.	37,7%
Skatteyder betaler topskat, Positiv kapitalindkomst > 46.800 kr.	42,7%

Tabel 1: Beskatning af kapitalindkomst 2021¹⁹⁸

Følger man Skattestyrelsens praksis i SKM2020.181.SR får man, at indtægterne fra de løbende ydelser skal medregnes i den personlige indkomst, jf. SSL § 4 og PSL §§ 3 og 4, mens kursgevinster og -tab ikke indgår i den skattepligtige indkomst, jf. SSL § 5.

3.2.2.1.2 Juridiske personer

Fysiske personers investering i AT1 kapital vil, som nævnt ovenfor, typisk foregå indirekte. Denne investering foregår typisk gennem selskaber, der kan tage mange former i både dansk og udenlandsk ret. De mest kendte blandt den brede befolkning er dog dem, som tilbydes offentligheden med det formål at foretage en kollektiv investering i en bestemt aktivklasse – oftest værdipapirer. Her finder vi blandt andet UCITS'er, herunder de danske investeringsforeninger, SIKAV'er og værdipapirfonde, jf. § 1, stk. 2 i lov om investeringsforeninger. Sådanne investeringsselskaber er ofte inddelt i afdelinger, som har et

¹⁹³ Beløbet her omfatter også gevinst og tab på investeringsbeviser i obligationsbaserede investeringsinstitutter med minimumsbeskatning, jf. ABL § 22 og nedenfor.

¹⁹⁴ (Langhave Jeppesen, et al., 2017), s. 554.

¹⁹⁵ Fysiske personer har mulighed for at vælge lagerbeskatning ved noterede obligationer eller som følge af valutakursændringer i på fordringer i fremmed valuta, jf. KGL § 25, stk. 2.

¹⁹⁶ Lov 1986-03-19 nr. 151 om indkomstskat og formueskat for personer m.v. med senere ændringer som konsolideret ved Lovbekendtgørelse 2019-08-07 nr. 799 om indkomstskat for personer m.v.

¹⁹⁷ Medmindre de udøver næring med køb og salg af fordringer eller finansielle kontrakter eller driver næringsvirksomhed ved finansiering. I så fald skal det medtages i den personlige indkomst, jf. PSL § 4, stk. 3.

¹⁹⁸ Kilde: (Skatteministeriet, 2021).

specielt investeringsområde, geografisk eller aktivmæssigt, jf. eksemplet nedenfor med Nordea Invest.¹⁹⁹



Figur 4: Eksempel på investeringsforening med afdelinger (udsnit af Nordea Invests afdelinger)

Investeringsforeningen med afdelingerne betragtes som én juridisk enhed, hvor afdelingerne er selvstændige økonomiske enheder, som kun hæfter for sine egne forpligtelser, jf. §§ 6 og 8 i lov om investeringsforeninger. Selvom investeringsforeningerne udgør én juridisk enhed, behandles afdelingerne selvstændigt skattemæssigt.²⁰⁰ Det er derfor relevant først at behandle hvordan indkomsten fra AT1 kapital behandles i den enhed, som investerer direkte i AT1 instrumenterne og sekundært, hvordan indkomsten fra dette selskab beskattes hos de personer og selskaber, som har investeret i dette, når det kommer til udbetaling. Selskaberne opdeles i kontoførende og udbetalende foreninger. Vi fokuserer alene på de udbetalende, hvor selskaberne opdeles i tre forskellige skattemæssige kvalifikationer: (i) investeringsselskaber, (ii) investeringsinstitutter med minimumsbeskatning ("IMB"); og (iii) akkumulerende investeringsforeninger.

3.2.2.1.2.1 Investeringsselskaber

Investeringsselskaber i dansk skatteret omfatter to forskellige kategorier af selskaber, jf. ABL § 19, stk. 1:

¹⁹⁹ Finanstilsynet har i alt 62 Danske UCITS registreret (pr. 11.05.2021), hvoraf 11 er værdipapirfonde og resten er investeringsforeninger. Der er ingen UCITS SIKAV'er registreret.

²⁰⁰ Man kan derfor have en situation, hvor to afdelinger af samme investeringsforening beskattes forskelligt. (Bergenfelt, 2016), s. 191.

- i. Investeringsinstitutter i henhold til direktiv 2009/65/EF²⁰¹; og
- ii. Et selskab m.v., hvis virksomhed består i investering i værdipapirer m.v., og hvor andele i selskabet på forlangende af ihændehaverne skal tilbagekøbes for midler af selskabets formue til en kursværdi, der ikke i væsentlig grad er mindre end den indre værdi. Dog også selskaber hvor der ikke er pligt til tilbagekøb, hvis dets virksomhed består i kollektiv investering i værdipapirer m.v.

Af direktivets definition på et investeringsinstitut²⁰² kan man se, at de to typer selskaber er overvejende ens, og at et af de afgørende elementer i begge tilfælde er investeringen i værdipapirer (m.v.). Spørgsmålet er herefter, om AT1 instrumenter kan betragtes som et værdipapir (m.v.), da investeringsselskaber ikke må udøve anden aktivitet end investering i værdipapirer.²⁰³ Herved mister et investeringsselskab også sin status, hvis det driver anden virksomhed end investeringsvirksomhed.

Af både forarbejderne til ABL § 19²⁰⁴ og direktivets art. 2, stk. 1, litra n fremgår, at der ved værdipapirer, blandt andet, forstås obligationer. Da § 19, stk. 1, nr. 2 er lavet for at omfatte de selskaber, der investerer i værdipapirer uden at være omfattet af direktivets definition på et investeringsinstitut, må definitionen på et værdipapir efter § 19, stk. 1, nr. 2 lægge nært op ad definitionen på et værdipapir i direktivet. Denne definition går dog igen i EU-retten uden for direktivet, blandt andet i MiFID II²⁰⁵, hvorfor der må ønskes en konform fortolkning af dette begreb.²⁰⁶ Af definitionen på et "transferable security" i MIFID II fremgår, at det er de "securities", der kan omsættes på kapitalmarkedet, jf. art. 4, stk. 1, nr. 44. Da samtlige af de i

²⁰¹ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/65/EF af 13. juli 2009 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter). Da bestemmelsen blev indført, indeholdt den en henvisning til direktiv 85/611/EØF, men da direktiv 2009/65/EF ophævede dette blev henvisningen konsekvensændret til at henvise til det nye direktiv uden at anvendelsesområdet dog blev påvirket.

²⁰² Af direktivets art. 1, stk. 2, fremgår, at man ved et investeringsinstitut forstår et foretagende "*der har som eneste formål at foretage kollektiv investering i værdipapirer eller i andre i artikel 50, stk. 1, nævnte likvide finansielle aktiver af kapital tilvejebragt ved henvendelse til offentligheden, og hvis virksomhed bygger på princippet om risikospredning, og hvis andele på forlangende af ihændehaverne tilbagekøbes eller indløses direkte eller indirekte for midler af disse institutters aktiver. Det forhold, at et investeringsinstitut træffer foranstaltninger med henblik på, at kursværdien for dets andele ikke afviger væsentligt fra nettoværdien, ligestilles med sådanne tilbagekøb eller indløsninger.*"

²⁰³ Jf. direktivets art. 1, stk. 2, litra a og forarbejderne til L 98 2004-05.

²⁰⁴ L 98, Folketingsåret 2004-05.

²⁰⁵ EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU ("MIFID II").

²⁰⁶ Den engelske originaltekst af direktivet kalder værdipapirer for "transferable securities", som formentlig er mere rammende. Derfor anvender man i Kapitalmarkedsloven også betegnelsen "omsættelige værdipapirer" i stedet for "værdipapirer".

afsnit 2.3 nævnte AT1 instrumenter er optaget til handel på et reguleret marked,²⁰⁷ må AT1 instrumenter derfor være et omsætteligt værdipapir.²⁰⁸ Af hensyn til den EU-konforme fortolkning må man også være påpasselig med at konkludere, at Skattestyrelsens opfattelse af AT1 kapital, berøver AT1 kapital af deres status som obligationer, og dermed værdipapirer. Det er derfor i overensstemmelse med direktivet, hvor begrebet stammer fra, samt formålet med bestemmelsen at betragte AT1 kapital som et værdipapir i ABL § 19s forstand. Det lægges til grund i den videre behandling, at selskaberne opfylder de øvrige krav til at være et investeringsselskab i ABL § 19.

3.2.2.1.2.1.1 Den skattemæssige behandling af investeringsselskaber

Det følger af Selskabsskattelovens²⁰⁹ ("SEL") § 3, stk. 1, nr. 19, at investeringsselskaber, jf. ABL § 19, som udgangspunkt er undtaget fra skattepligt.²¹⁰ Ved at gøre investeringsselskabet skattefrit, har man flyttet beskatningen til investorerne og dermed valgt at følge et transparensprincip. Dette skyldes flere årsager, men en central en er, at man havde et ønske om ikke at stille danske investeringsselskaber dårligere end udenlandske ved at have selvstændig skattepligt for det danske investeringsselskab.²¹¹ Som følge heraf skal investeringsselskabet ikke svare skat af indtægter på AT1 instrumenter, hverken i form af de løbende betalinger eller kursgevinst/-tab.

3.2.2.1.2.2 Investeringsinstitutter med minimumsbeskatning

Et investeringsinstitut, hvis aktivmasse udelukkende er placeret i værdipapirer mv., og hvor instituttets indkomst beskattes hos deltagerne, kaldes et IMB, jf. LL § 16 C, stk. 1. Investeringsselskaber, jf. ovenfor, og et IMB adskiller sig som regel kun ved beskatningen, da et investeringsselskab kan vælge at blive behandlet skattemæssigt som et IMB, hvorved det skifter status fra det ene til det andet. Omvendt hvis betingelserne for at være et investeringsinstitut ikke længere er opfyldt, vil afdelingen blive anset for at være et investeringsselskab. IMB'er, som er hjemmehørende her i landet, kan vælge, at instituttet skal

²⁰⁷ Ét (1) er noteret i Danmark under ISIN-præfikset (DK), mens resten er noteret i andre EU-lande under ISIN-præfikset (XS).

²⁰⁸ I Man kan i henhold til Kapitalmarkedsloven er det kun få finansielle instrumenter, jf. Kapitalmarkedslovens § 4, stk. 1, som kan optages til handel. Dette omfatter også andre kategorier af instrumenter, men AT1 kapital falder kun ind under den kategori, der hedder omsættelige værdipapirer, og må derfor være et omsætteligt værdipapir.

²⁰⁹ Lov 1960-06-11 nr. 255 om indkomstbeskatning af aktieselskaber m.v. med senere ændringer, som konsolideret ved Lovbekendtgørelse 2021-02-22 nr. 251 Selskabsskatteloven.

²¹⁰ I afsnit 3.2.2.2.2 nedenfor gennemgår vi de relevante modifikationer til dette.

²¹¹ Fordi udenlandske investeringsselskaber ofte er skattefrie, og derfor ville kunne levere et højere afkast. Se herom pkt. 6.3.5 i (Skatteministeriet, 2015).

beskattes af udbytter omfattet af LL § 16 A, stk. 1 og 2, fra selskaber mv., der er hjemmehørende her i landet, jf. LL § 16 C, stk. 1, 2. pkt.

3.2.2.1.2.2.1 Den skattemæssige behandling af investeringsinstitutter med minimumsbeskatning

For IMB'er skal der årligt opgøres en minimumsindkomst, som er det mindstebeløb, der skal udloddes til investorerne. Denne indkomst udgør summen af de indtægter som nævnt i LL § 16 C, stk. 4, med fradrag for tab og udgifter i henhold til LL § 16 C, stk. 5-6. For AT1 kapital er det her relevant at nævne LL § 16 C, stk. 4, nr. 1, som vedrører indtjente renter og løbende ydelser, begge fordelt over den periode, som indtægten vedrører, samt LL § 16 C, stk. 4, nr. 4, som benævner gevinst på fordringer efter KGL. De modsatrettede fradrag kan findes i LL § 16 C, stk. 5, nr. 1. Hermed vil både afkastet og de løbende ydelser på AT1 instrumenter skulle opgøres i minimumsindkomsten hos IMB'er. Er den samlede minimumsindkomst efter LL § 16 C, stk. 4 og 5 negativ, kan beløbet fremføres til fradrag ved opgørelsen af investeringsinstituttets minimumsindkomst i det følgende indkomstår.

Skatterådets praksis om AT1 kapital medfører omvendt, at kursgevinster og -tab på AT1 instrumenter ikke falder ind for reglerne i LL § 16 C, stk. 4, nr. 4 om gevinst på fordringer, og vil dermed ikke indgå i minimumsindkomsten for IMB'er.²¹²

Det andet spørgsmål går på, om det løbende vederlag på AT1 kapitalen, som skal behandles efter SSL § 4, vil anses som værende identisk med definitionen fra LL § 16 C, stk. 4, nr. 1, som vedrører *"Indtjente renter og løbende ydelser, begge fordelt over den periode, som indtægten vedrører"*. Ved indførslen af reglerne i 1995, indeholdt bestemmelsen alene en henvisning til renter,²¹³ men i 2002 udvidede man bestemmelsen til også at omfatte løbende ydelser.²¹⁴ Forarbejderne henviser til begrebet løbende ydelser i PSL, hvori løbende ydelser på daværende tidspunkt kun indgår i lovteksten ved LL § 12. Det må herved antages, at man har henvist til det generelle "løbende ydelser" begreb i skatteretten. Her er det således relevant at vurdere, om den løbende betaling kan anses som en løbende ydelse.

²¹² Dette er i øvrigt i overensstemmelse med formålet med beskatningen af investeringsinstitutter med minimumsbeskatning, da direkte investering i AT1 kapital efter Skattestyrelsens praksis er skattefri efter SSL § 5.

²¹³ FT 1995-96, tillæg A, s. 2679.

²¹⁴ FT 2002-03, tillæg A, s. 2494.

Løbende ydelser reguleres i LL § 12 (ensidige forpligtelser) og LL § 12 B (gensidigt bebyrdende aftaler). Begrebet i henhold til LL § 12 B er i denne forbindelse blevet defineret i et cirkulære²¹⁵. Der er tale om en løbende ydelse, når der hersker tvivl om enten ydelsens varighed eller størrelse.²¹⁶ AT1 instrumenter er uamortisable, og har dermed en uendelig løbetid, hvilket netop vil skabe tvivl om ydelsens varighed, og samtidig er de løbende betalinger diskretionære, hvilket også skaber usikkerhed om den samlede værdi. Der kan dog ikke være tale om en ensidigt forpligtende løbende ydelse, da disse kræver, at forpligtelsen ikke ensidigt må kunne bringes til ophør af den forpligtede,²¹⁷ hvilket udsteder kan gøre ved at calle obligationerne.²¹⁸ For de gensidigt bebyrdende aftaler kræves det, at den løbende ydelse udgør vederlag i en aftale om overdragelse af et eller flere aktiver.²¹⁹ Da udstederen af AT1 instrumenterne forpligter sig til at betale de løbende betalinger som modydelse for, at køberne på det primære marked overfører penge, vil dette være opfyldt. De øvrige betingelser for, at der foreligger en løbende ydelse i cirkulæret er også opfyldt, hvorfor der må være tale om en løbende ydelse.

Ud fra ligningslovens § 12 B, stk. 1 og det dertilhørende cirkulære, må det kunne konstateres, at de løbende betalinger på AT1 kapital falder ind for LL § 16 C, stk. 4, nr. 1, som vedrører indtjente renter og løbende ydelser. Dette betyder, at hvis det er Skatterådets afgørelse der lægges til grund for den kommende retstilstand, vil det kun være de løbende ydelser der skal medtages i minimumsindkomsten for et IMB, da indfrielsen af AT1 kapital anses som skattefri. Hvis der derimod tages udgangspunkt i forarbejderne til L22, vil både de løbende ydelser samt gevinst/tab på gælden indgå i minimumsindkomsten.

3.2.2.1.2.3 Akkumulerede investeringsforeninger

En udloddende investeringsforening bliver betragtet som en akkumulerede investeringsforening, når hverken ABL § 19 eller LL § 16 C er opfyldt.²²⁰ Akkumulerede investeringsforeninger ifalder generel skattepligt, jf. SEL § 1, stk. 1, nr. 5a, og beskattes derfor som normale selskaber. Herved beskattes de løbende afkast som renter i medfør af SSL § 4 og

²¹⁵ Cirkulære 2000-03-21 nr. 39 om lov nr. 386 af 2. juni 1999.

²¹⁶ (Pedersen, et al., 2018), s. 571f. og 693f.

²¹⁷ (Pedersen, et al., 2018), s. 513.

²¹⁸ Det kan tillige diskuteres om der kan foreligge en ensidig forpligtelse, når udstedelsen af obligationen er betinget af køberne på det primære markeds modydelse.

²¹⁹ Cirkulære 2000-03-21 nr. 39 om lov nr. 386 af 2. juni 1999, punkt 2.

²²⁰ (Bergenfelt & Petersen, 2014), s. 154. Det bemærkes her, at mange af de investeringsforeninger, som kaldes "akkumulerende" ikke er akkumulerende investeringer i skattemæssig forstand men i stedet investeringsselskaber.

kursgevinster/-tab på AT1 kapital i medfør af KGL § 3, jf. SEL § 8 med 22%, jf. SEL § 17, stk. 1.²²¹

3.2.2.2 Indirekte investorer

Det væsentligste ved investering igennem investeringsselskaber og IMB'er er derfor, at man flytter beskatningen fra selskabet, der investerer, til de personer, som investerer i det selskab. Her er det relevant at skelne mellem henholdsvis de fysiske personer, som investerer, og de andre selskaber, som investerer i IMB'er eller IMB'er, som investerer i investeringsselskaber.

3.2.2.2.1 Fysiske personer

For både investeringsselskaber og IMB'er er beskatningen af indkomsten afhængig af, om investeringsselskabet er aktie- eller obligationsbaseret. Udgangspunktet er, at selskaberne er obligationsbaserede, medmindre de opfylder betingelserne i henholdsvis ABL § 19 B, stk. 2 og § 21, stk. 2, jf. ABL § 19 C, stk. 2 og § 22, stk. 2.²²² For akkumulerende investeringsforeninger skelnes der ikke mellem, om der er tale om obligationsbaserede eller aktiebaserede.²²³

3.2.2.2.1.1 Udlodninger

For IMB'er gælder der, som nævnt ovenfor, at de årligt skal opgøre en mindsteindkomst. Denne beskattes, uanset om den bliver udbetalt eller ej,²²⁴ hos investorerne som aktieindkomst, hvis der er tale om et aktiebaseret IMB, jf. PSL § 4 a, stk. 1, nr. 3 og som kapitalindkomst, hvis der er tale om et obligationsbaseret IMB, jf. PSL § 4, stk. 1, nr. 4. Beløb der udloddes udover mindsteindkomsten beskattes på samme måde.²²⁵

Såfremt et investeringsselskab vælger at udbetale udbytte løbende, bliver dette beskattet som aktieindkomst, når investeringsselskabet er aktiebaseret, jf. PSL § 4 a, stk. 1, nr. 3 og kapitalindkomst, når det er obligationsbaseret, jf. PSL § 4, stk. 1, nr. 4 og PSL § 4 a, stk. 1, nr.

²²¹ Bemærk at beskatningen på de 22% forudsætter, at der er tale om, at gevinsten eller tabet er opstået som led i næring eller spekulation, jf. SSL § 5, hvilket der som oftest vil være tale om, da en akkumulerende investeringsforening jo netop lever af at investere i værdipapirer.

²²² Selskaberne er aktiebaserede, hvis mere end 50% af aktivmassen gennemsnitligt er placeret i værdipapirer m.v. omfattet af ABL på årsbases, jf. ABL § 19 B, stk. 2 og § 21, stk. 2. For investeringsselskaber er det desuden et krav, at de giver meddelelse til told- og skatteforvaltningen, jf. ABL § 19 B, stk. 2, 1. pkt. Hvis der ikke gives meddelelse, forbliver investeringsselskabet obligationsbaseret, jf. ABL § 19 B, stk. 5.

²²³ (Bergenfelt & Petersen, 2014), s. 276-277.

²²⁴ Jf. LL § 16 A, stk. 2, nr. 3.

²²⁵ (Bergenfelt, 2016), s. 213.

1.²²⁶ Udlodninger fra akkumulerende investeringsforeninger medtages som aktieindkomst, jf. PSL § 4 a, stk. 1, nr. 1.

Investeringselskaber og akkumulerende investeringsforeninger skal indeholde udbytteskat på 27%, jf. kildeskatteloven²²⁷ ("KSL") § 65, stk. 1 og 9. IMB'er skal også indeholde udbytteskat, jf. KSL § 65, stk. 7, medmindre der er tale om et IMB, der udelukkende investerer i fordringer omfattet af KGL mm.²²⁸, jf. KSL § 65, stk. 8, 1. pkt.. Skattestyrelsens praksis omkring AT1 kapital medfører altså her, at IMB'er, der har investeret i AT1 instrumenter, skal indeholde udbytteskat.

3.2.2.2.1.2 Gevinst og tab på beviser

Når investor vælger at sælge aktierne, investeringsbeviserne eller de omsættelige beviser for indskud, skal gevinst og tab medregnes i den skattepligtige indkomst, jf. ABL § 19 B, stk. 1, § 19 C, stk. 1, § 21, stk. 1, samt § 22, stk. 1. Gevinst og tab på de obligationsbaserede skal medregnes i kapitalindkomsten,²²⁹ jf. PSL § 4, stk. 1, nr. 5, mens gevinst og tab på de aktiebaserede skal medregne i aktieindkomsten, jf. PSL §§ 4 a, stk. 1, nr. 3 og 4.²³⁰

Gevinst og tab på aktier og investeringsbeviser i investeringsselskaber skal opgøres efter lagerprincippet, jf. ABL § 23, stk. 7, mens gevinst og tab på omsættelige beviser i IMB'er skal opgøres efter realisationsprincippet, jf. ABL § 23, stk. 1.²³¹ Gevinst og tab på omsættelige beviser i akkumulerende investeringsforeninger medregnes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst, jf. ABL § 20, stk. 2, efter realisationsprincippet, jf. ABL § 23, stk. 1, som aktieindkomst, jf. PSL § 4 a, stk. 1, nr. 4.

²²⁶ Det skal her nævnes, at begrebet investeringsselskaber er universelt og derfor også omfatter udenlandske selskaber, der kan kvalificeres som investeringsselskaber i henhold til ABL § 19.

²²⁷ Lov 1967-03-31 nr. 100 om opkrævning af indkomst- og formueskat for personer m.v. (Kildeskat) med senere ændringer, som konsolideret ved Lovbekendtgørelse 2021-04-28 nr. 824 Kildeskatteloven.

²²⁸ Ved mm. forstås: aktier i det administrationsselskab der forestår investeringsinstituttets administration, afledte finansielle instrumenter efter Finanstilsynets regler herom og beviser i investeringsinstitutter med minimumsbeskatning omfattet af ligningslovens § 16 C, der udelukkende investerer i disse aktiver.

²²⁹ Dog kun hvis den samlede avance sammenlagt med årets nettogevinster og -tab på fordringer og gæld omfattet af kursgevinstloven overstiger 2.000 kr., jf. KGL § 14, stk. 1.

²³⁰ Der følger visse modifikationer til dette udgangspunkt som følge af et ønske om skatteneutralitet i investeringen, se PSL §§ 4, stk. 5-6 og PSL §§ 4 a, stk. 2-3.

²³¹ I visse tilfælde skal lagerprincippet dog anvendes, jf. ABL § 23.

3.2.2.2.1.3 Skattesatser

Aktieindkomst på under 56.500 kr.²³² beskattes med 27%, mens aktieindkomst over dette beløb beskattes med 42%, jf. PSL § 8 a, stk. 1 og 2, mens kapitalindkomst beskattes med mellem 25,6% og 42,7% afhængig af niveauet af personlig indkomst og kapitalindkomst, jf. afsnit 3.2.2.1.1 ovenfor. Beskatningen kan opsummeres således:

Skatteretlig kvalifikation	Beskatning:	Procentsats:
Investeringsselskab		
- Aktiebaseret	Aktieindkomst	27%/42%
- Obligationsbaseret	Kapitalindkomst	25,6%-42,7%
Investeringsinstitut med minimumsbeskatning		
- Aktiebaseret	Aktieindkomst	27%/42%
- Obligationsbaseret	Kapitalindkomst	25,6%-42,7%
Akkumulerende investeringsforening	Aktieindkomst	27%/42%

Tabel 2: Beskatning af fysiske personers investering i investeringsforeninger

3.2.2.2.1.4 Udenlandske investorer

I det omfang at der er *udenlandske* investorer i investeringsselskabet eller det minimumsbeskattede investeringsinstitut, vil disse ikke være begrænset skattepligtige af kursgevinster og -tab, som de skulle have ved afståelse af aktierne, investeringsbeviserne eller de omsættelige beviser for indskud, jf. KSL § 2 modsætningsvist.²³³ Udbytte fra investeringsselskaber medfører heller ikke skattepligt til Danmark, jf. KSL § 2, stk. 1, nr. 6, 2. pkt. Der er derimod som udgangspunkt begrænset skattepligt af udbytte fra et IMB, jf. KSL § 2, stk. 1, nr. 6, 1. pkt. Denne frafalder dog i det omfang, at et IMB har valgt at blive beskattet af udbytte hidrørende fra selskaber i Danmark eller såfremt de kun investerer i fordringer omfattet af KGL mm. jf. KSL §§ 2, stk. 1, nr. 6, 2. og 3. pkt. Her medfører Skattestyrelsens praksis om AT1 kapital altså, at udenlandske investorer bliver begrænset skattepligtige af det udbytte de modtager fra deres investering i et IMB, som har investeret i AT1 kapital.

Dette står derfor i modsætning til hvad der ville gælde, hvis de udenlandske investorer havde investeret i danske AT1 instrumenter direkte, da Skattestyrelsen i SKM2020.181.SR udtalte, at de løbende indtægter skulle beskattes efter SSL § 4, hvilket nærmere bestemt må være SSL § 4, stk. 1, litra e om renter og udbytte. Ingen af disse er indtægter medfører begrænset skattepligt i Danmark, da renteindtægter for fysiske personer ikke udløser skattepligtigt, jf.

²³² Beløbet er reguleret i henhold til PSL § 20. Kilde: (Skattestyrelsen, 2021).

²³³ Dette svarer i øvrigt til hvad der gælder, hvis de investerede i de underliggende aktiver direkte, jf. pkt. 6.3.3 i (Skatteministeriet, 2015).

KSL § 2 modsætningsvist, og bestemmelsen om udbytte i KSL § 2, stk. 1, nr. 6 kun omfatter udbytte omfattet af LL § 16 A, jf. KSL § 2, stk. 1, nr. 6. En udenlandsk privatinvestor ville altså i henhold til Skattestyrelsens praksis blive stillet dårligere ved at investere i et dansk investeringsinstitut med minimumsbeskatning, der investerer i AT1 instrumenter end havde personen investeret i AT1 instrumenterne direkte.²³⁴ Følger man i stedet vores analyse af den skattemæssige behandling af AT1 kapital, ville de udenlandske investorer være stillet ligeligt uanset om de investerede i AT1 instrumenterne direkte eller igennem et investeringsinstitut med minimumsbeskatning, hvilket er hensigtsmæssigt ud fra de hensyn, som reglerne er opbygget omkring.²³⁵

	Vores analyse	Skattestyrelsens praksis
<i>Investering direkte i AT1 instrumenter</i>	Ingen skattepligt	Ingen skattepligt
<i>Investering gennem IMB, der kun investerer i fordringer omfattet af KGL mm.</i>	Ingen skattepligt	Begrænset skattepligt

Tabel 3: Opsummering af udenlandske fysiske personers investering i AT1 instrumenter

3.2.2.2.2 Selskaber

Som udgangspunkt kan alle selskaber investere i investeringsselskaber og IMB'er, men her fokuseres der på investeringsselskabers og IMB'ers investeringer i andre investeringsselskaber og IMB'er.²³⁶ Investeringer, der foregår på denne måde, kaldes funds-of-funds ("FoF") strukturer og er ganske normale i investeringsverdenen.²³⁷

3.2.2.2.2.1 Investeringsselskaber

Såfremt *investeringsselskaber* investerer i et *IMB*, er gevinst og tab på de omsættelige beviser for indskud skattefrie, jf. SEL § 3, stk. 1, nr. 19. Udgangspunktet om at investeringsselskabet

²³⁴ Medmindre en dobbeltbeskatningsoverenskomst medfører, at Danmarks ret til beskatning frafalder.

²³⁵ Se herom pkt. 6.2.6. i (Skatteministeriet, 2015): "*Baggrunden for reglerne om investeringsinstitutter med minimumsbeskatning er, at personlige investorer så vidt muligt beskattes af indtægter og udgifter i instituttet, som havde de foretaget investeringen direkte selv*".

²³⁶ "Almindelige" selskaber skal medtage udbytte fra investeringsselskaber i den skattepligtige indkomst, jf. SEL § 8 og § 13, stk. 1, nr. 2, 5. pkt. og ligeledes for udbytte fra investeringsinstitutter med minimumsbeskatning, jf. SEL § 8. Der vil oftest være tale om udbytte fra skattefrie porteføljeaktier, jf. SEL § 13, stk. 2, jf. dog SEL § 13, stk. 2, 2. pkt. Gevinst/-tab på omsættelige beviser for indskud ved investeringsinstitutter med minimumsbeskatning medtages i den skattepligtige indkomst efter de almindelige regler om skattepligtige portefølje aktier, jf. ABL § 20 A, mens aktier og investeringsbeviser i investeringsselskaber skal medtages fuldt ud ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst, jf. ABL § 19 A.

²³⁷ Se mere herom i afsnit 4.1.1.1 nedenfor.

skal svare udbytteskat af udbytter, vil dog ikke gælde, hvis der er tale om udbytte fra et IMB, der: (i) har valgt beskatning af udbytter, som modtages fra selskaber hjemmehørende i Danmark; (ii) efter vedtægterne ikke må investere i aktier eller andele i selskaber m.v., der er hjemmehørende i Danmark; eller (iii) kun investerer i fordringer omfattet af KGL m.v., jf. SEL § 3, stk. 1, nr. 19. De under (iii) nævnte investeringsforeninger benævnes herfra som ”obligationsbaserede”, og er de væsentligste for vores problemstilling, idet Skattestyrelsens praksis her medfører, at der nu pålægges udbytteskat på udbyttet. Det samme er tilfældet for *udenlandske investeringsselskaber*, der bliver begrænset skattepligtige af udbyttet af danske IMB’er, medmindre der er tale om et institut omfattet af situationerne nævnt under (i) eller (iii) ovenfor, jf. SEL § 2, stk. 1, litra c. Såfremt *investeringsselskaber* investerer i andre *investeringsselskaber*, er både udbyttet fra og gevinst og tab på aktier og investeringsbeviser skattefrie, jf. SEL § 3, stk. 1, nr. 19.

3.2.2.2.2 Investeringsinstitutter med minimumsbeskatning

IMB’ers investering i *IMB’ers* medfører ligeledes beskatning med 15% af udbyttet for det investerende IMB, hvis det har valgt beskatning af udbyttet i henhold til LL § 16, stk. 2, medmindre der er tale om investering i et obligationsbaseret IMB, jf. SEL § 1, stk. 1, nr. 5c, 5. pkt. Udbytte, som et *IMB* modtager fra et *investeringsselskab*, er skattefrit, jf. SEL § 1, stk. 1, nr. 5c, 3. pkt.

Skattestyrelsens praksis medfører igen her, at beskatningen af investeringen bliver anderledes end hvis der blev investeret i AT1 instrumenterne direkte. Dette skyldes i henhold til SKM2020.181.SR, at investeringsselskaberne, ved direkte investering i AT1 instrumenter, ikke ville skulle svare skat af de løbende indtægter, jf. SEL § 3, stk. 1, nr. 19 (danske) samt SEL §§ 2, stk. 1, litra c og d modsætningsvist (udenlandske). Gevinst og tab ved afståelse ville være skattefrit allerede i medfør af SSL § 5. Ud fra et ønske om skattemæssig neutralitet er denne praksis altså uhensigtsmæssig. Følger man i stedet vores analyse ovenfor, får man, at hverken de danske eller udenlandske investeringsselskaber skal svare udbytteskat af det udbytte, de

skulle modtage fra et IMB, der investerer i AT1 instrumenter. Dette giver en skattemæssig neutral stilling mellem at investere i AT1 instrumenterne direkte og gennem et dansk IMB.²³⁸

3.2.2.3 Særligt om PAL-beskatning

Investering i investeringsforeningerne sker ofte via pensionsmidler som en del af personers pensionsopsparing. Når dette er tilfældet, gælder der en særlig beskatning, nemlig beskatning efter pensionsafkastbeskatningsloven²³⁹ ("PAL"). PAL regulerer både pensionsberettigede, jf. PAL § 1, stk. 1, og pensionskasser, jf. PAL § 1, stk. 2. Afkastet opgøres efter reglerne i PAL §§ 3-5 for personer og PAL §§ 6-8 for pensionskasser, og beskattes med 15,3%, jf. PAL § 2.²⁴⁰

For personers ordninger skelner man mellem depoter i pensionskasser (§§ 4 og 4 a) og individuelle ordninger i penge- og kreditinstitutter (§ 3). Er der tale om et depot i en pensionskasse opgøres afkastet efter PAL §§ 4 og 4a, hvor afkastet efter PAL § 4 er årets tilvækst på depotet mens det efter PAL § 4 a er den tilskrevne rente inklusive rentebonus/markedsrenten.²⁴¹ Både investeringer gennem de ovennævnte investeringsforeninger og investering direkte i AT1 kapital vil derfor blive medregnet i afkastet; direkte gennem værditilvæksten eller indirekte gennem den tilskrevne rente. Hvis ordningen er omfattet af PAL § 3 er udgangspunktet, at alle former for formueafkast medtages.²⁴² Dette omfatter derfor både investering gennem de ovennævnte investeringsforeninger og investering direkte i AT1 kapital. For så vidt angår den direkte investering i AT1 kapital, gælder dette uanset om man følger vores analyse ovenfor eller Skattestyrelsens praksis, i det man ved ophævelsen af særreglerne for AT1 kapital²⁴³ - ved en ændring af PAL § 15 - præciserede, at løbende afkast og gevinst og tab på AT1 kapital var omfattet af PAL §§ 15, stk. 1 og 3.²⁴⁴ Således

²³⁸ Skatteministeren fremsatte den 14. april 2021 et lovforslag (L 211, Lov om ændring af selskabsskatteloven og forskellige andre love), som med virkning fra 1. januar 2022 vil ændre på beskatningen af udbytter som IMBer og investeringsselskaber modtager. Lovforslaget ændrer den nævnte beskatning, og erstatter det med en ny § 18 i SEL, hvorefter de modtagne udbytter beskattes med 22%, medmindre der er tale om en indkomst i form af danske aktieudbytter, hvilke beskattes med 15%. Undtagelsen for udbytte fra obligationsbaserede investeringsforeninger frafalder helt.

²³⁹ Lov 2007-12-19 nr. 1535 om pensionsafkastbeskatning med senere ændringer, som konsolideret ved Lovbekendtgørelse 2020-03-06 nr. 185 om pensionsafkastbeskatning.

²⁴⁰ Bemærk at personer ikke er skattepligtige af afkast på ordninger i pensionskasser omfattet af § 6, jf. PAL § 1, stk. 1. For ordninger i pensionskasser omfattet af §§ 7-8 ser man bort fra det beløb der hensættes til individuelle ordninger, jf. eksempelvis § 7, stk. 2, hvilket medfører, at afkastet ikke beskattes dobbelt.

²⁴¹ (Bergenfelt & Winther Jensen, 2013), s. 110-111.

²⁴² (Bergenfelt & Winther Jensen, 2013), s. 99-100.

²⁴³ L 22, Folketingsåret 2003-04 som refereret til ovenfor.

²⁴⁴ Som udgør en præcisering af hvordan beskatningsgrundlaget for ordninger omfattet af § 3 opgøres for visse typer af formueafkast.

vil man altså efter Skattestyrelsens praksis have en skattefri gevinst eller tab efter SSL § 5, hvis man investerer i AT1 kapital direkte, mens man, hvis man investerer gennem ens pensionsordning, vil skulle svare skat af gevinsten eller tabet.

Investorerer pensionskassen direkte i AT1 kapital vil løbende afkast og gevinst eller tab være skattepligtigt for pensionskassen, jf. PAL § 7, stk. 1, medmindre det tilskrives de individuelle ordninger, jf. PAL § 7, stk. 2.²⁴⁵ Igen her skyldes dette, at man i PAL § 7 har omfattet alle former for formueafkast og man samtidig i PAL §§ 15, stk. 1, 3. pkt. og 15, stk. 3 har præciseret, at afkastet på AT1 kapital er omfattet heraf. Pensionskasser, som investerer direkte i AT1 kapital vil derfor efter Skattestyrelsens praksis stilles dårligere end andre typer af selskaber, idet der vil være forskel i beskattningen af gevinst og tab.

Det skal hertil også nævnes, at man udover beskattningen på afkastet også – afhængig af hvilken form for pensionsordning, der er tale om – vil blive beskattet ved udbetalingen af pensionen,²⁴⁶ hvorfor afkastet bliver beskattet endnu en gang, som personlig indkomst, jf. PSL § 3.²⁴⁷ Marginalskatten på personlig indkomst for pensionsordninger er 37,7% eller 52,06% (2021-tal).²⁴⁸

3.2.2.4 Opsummering af investorernes beskattning

Nedenfor er den samlede beskattning, som en fysisk person vil have gennem de forskellige investeringsmuligheder i AT1 instrumenter opsummeret. Øverst er skemaet med beskattning i henhold til vores analyse og nederst skemaet med beskattning i henhold til Skattestyrelsens praksis, hvor forskellene er markeret med **rød**:

²⁴⁵ Her vil det så bare blive beskattet på individniveau, jf. ovenfor.

²⁴⁶ For de typer af pensionsordninger, der bliver beskattet ved udbetaling, gælder, at indbetalingerne i sin tid har været direkte fradragsberettigede i den personlige indkomst. For dem, der ikke bliver beskattet, har der heller ikke været fradragsret i sin tid. Derved er der skatteneutralitet mellem de to.

²⁴⁷ For pensionsordninger omfattet af pensionsbeskatningsloven § 53 A gælder, at afkastet beskattes løbende som kapitalindkomst, jf. pensionsbeskatningsloven § 53 A, stk. 3 og PSL § 4, stk. 1, nr. 13, hvilket derfor sker til en højere sats end efter PAL, men da udbetalingen er skattefri, vil den samlede skattesats være lavere.

²⁴⁸ (Skatteministeriet, 2021).

	Skat 1. led:	Skat 2. led:	Skat 3. led:	Samlet skattesats:
Direkte i AT1 instrumenter				
- Løbende betalinger	25,6-42,7%			25,6-42,7%
- Gevinst og tab på instrumentet	25,6-42,7%			25,6-42,7%
Gennem investeringsselskab/IMB				
- Aktiebaseret	0%	27%/42%		27%/42%
<i>m. investering i IMB</i>	0%	0%	27%/42%	27%/42%
- Obligationsbaseret	0%	25,6-42,7%		25,6-42,7%
<i>m. investering i IMB</i>	0%	0%	25,6-42,7%	25,6-42,7%
Gennem akk. Investeringsforening				
- Løbende betalinger	22%	27%/42%		43%/54,8%
- Gevinst og tab på instrumentet	22%	27%/42%		43%/54,8%
Ved PAL-beskatning	15,3%	37,7/52,1%		47,2-59,4%

Tabel 4: Beskatning af fysiske personers investering i AT1 instrumenter (vores analyse)

	Skat 1. led:	Skat 2. led:	Skat 3. led:	Samlet skattesats:
Direkte i AT1 instrumenter				
- Løbende betalinger	25,6-42,7%			25,6-42,7%
- Gevinst og tab på instrumentet	0%			0%
Gennem investeringsselskab/IMB				
- Aktiebaseret	0%	27%/42%		27%/42%
<i>m. investering i IMB</i>	0%	15%	27%/42%	38%/50,7%
- Obligationsbaseret	0%	25,6-42,7%		25,6-42,7%
<i>m. investering i IMB</i>	0%	15%	25,6-42,7%	36,8-51,3%
Gennem akk. Investeringsforening				
- Løbende betalinger	22%	27%/42%		43%/54,8%
- Gevinst og tab på instrumentet	0%	27%/42%		27%/42%
Ved PAL-beskatning	15,3%	37,7/52,1%		47,2-59,4%

Tabel 5: Beskatning af fysiske personers investering i AT1 instrumenter (Skattestyrelsens praksis)

3.3 Delkonklusion

I medfør af CRR har pengeinstitutter og andre finansielle virksomheder mulighed for at medregne visse former for gældskapital i solvenskravene. En af disse former for kapital kaldes AT1 kapital, der udstedes som obligationer uden fastsat løbetid på egenkapitals lignende vilkår, som derfor adskiller sig fra den traditionelle opfattelse af gæld. Der har derfor også været tvivl om den skattemæssige behandling af dette, hvor Skatterådet og lovgiver ikke har opfattet AT1 kapital som gæld skatteretligt.

Vores analyse viser dog, at denne opfattelse ikke er et udtryk for gældende ret. Opfattelsen baserer sig hovedsageligt på det faktum, at AT1 kapital ikke kan anses for gæld, da der ikke foreligger et forudbestemt tidspunkt for tilbagebetaling, men at udsteder selv vælger, om der skal ske tilbagebetaling. AT1 kapital bliver dog civilretligt og i medfør af lovgivningen anset for gældskapital. Den civilretlige kvalifikation bliver kun fraveget i retspraksis i tilfælde af, at det på udbetalingstidspunktet står klart, at debitor ikke kan betale lånet tilbage eller at ingen af parterne ikke agerer som om, at der foreligger et låneforhold. Ingen af disse vil være tilfældet for AT1 kapital.

Når der foreligger et låneforhold, vil långiver også have en fordring på tilbagebetalingen af hovedstolen. For AT1 kapital vil denne være suspensivt betinget, og derfor vil långiver opnå fordringen allerede ved udstedelsen af obligationerne. Som følge heraf, vil gevinst og tab på AT1 instrumenter være omfattet af KGL, mens de løbende betalinger vil være fradragsberettigede for udsteder i medfør af SSL § 6.

Vores analyse viser desuden, at investorer skal beskattes af gevinst og tab på AT1 instrumenter og af den løbende indkomst som renter. Derfor skal investeringsforeninger, der investerer i AT1 instrumenter, medtage disse i opgørelsen af deres indkomst, som investorerne i investeringsforeningerne herefter bliver beskattet af. Hvordan investor skal beskattes, vil afhænge af (i) typen af investeringsforening, herunder dens skatteretlige kvalifikation og om den er aktie- eller obligationsbaseret, og (ii) om investeringen sker som led i en pensionsordning.

4 Konsekvenserne af Skattestyrelsens praksis

4.1 For investorer

Som nævnt ovenfor sker investering i AT1 kapital for detailinvestorer primært gennem institutionelle investorer og investeringsforeninger, og det er også her at de primære følger af Skattestyrelsens praksis findes. Det vil derfor være fokuspunktet i det følgende.

4.1.1 Investeringsforeningers investering i AT1 kapital

Det vil medføre visse konsekvenser for IMB'er at investere i AT1 kapital, hvis investorerne i instituttet er investeringsselskaber eller IMB'er, da udlodninger fra et IMB med beholdning af AT1 kapital medfører en ekstra skattebetaling på hele afkastet, jf. vores ovenstående analyse. Følgende simple eksempel demonstrerer problemstillingen:

Eksempel:

Antag at en obligationsbaseret afdeling af en investeringsforening, der skattemæssigt behandles som et IMB, har to investeringsmuligheder: en portefølje af AT1 kapital med et årligt bruttoafkast på 6% og en portefølje af andre obligationer med et årligt bruttoafkast på 4%. Afkastet bliver derefter udloddet til et investeringsselskab eller et andet IMB. Vi ser først på de to yderløsninger af porteføljer som den obligationsbaserede afdeling har:

100% investering i AT1 kapital:

Det årlige bruttoafkast i obligationsafdelingen vil være på 6%. Dette udloddes som en del af minimumsindkomsten, hvilket der skal betales 15% skat af. Herved bliver nettoafkastet af investeringen 5,1%.

100% investering i andre obligationer:

Det årlige bruttoafkast vil være på 4%, der betales ikke skat, når der udloddes, så nettoafkastet er 4%.

Da skattepligten ifalder hele afkastet så snart, at der kommer AT1 kapital i porteføljen, er spørgsmålet herefter, hvor meget AT1 kapital vi skal have i porteføljen for at nå samme nettoafkast, som hvis der kun var andre obligationer i porteføljen. Dette svar er givet ved:

$$4\% = \left((x * 6\%) + ((1 - x) * 4\%) \right) * (1 - 15\%) \Rightarrow x = \frac{6}{17} \approx 35\%$$

Hvis man vælger at inkludere AT1 kapital i porteføljen, vil nettoafkastet altså først være det samme, når andelen af AT1 kapital i porteføljen overstiger 35%.

Tabel 6: Eksempel porteføljesammensætning med AT1

Det må antages, at en portefølje, der inkluderer AT1 kapital har større risiko end en, der ikke inkluderer AT1 kapital, da AT1 kapital isoleret set er et mere risikabelt instrument end ”almindelige” obligationer.²⁴⁹ Når der investeres i den obligationsbaserede afdeling, investerer man i et aktiv, der har samme risiko som den underliggende portefølje. Risikoen ved en investering i en obligationsbaseret afdeling, der har AT1 kapital i sin portefølje, kan derfor siges at være højere end en tilsvarende investering i en obligationsbaseret afdeling, der ikke har AT1 kapital i sin portefølje. Derfor vil investoren og dennes investorer først få kompensation for den ekstra risiko de påtager sig gennem den indirekte investering i AT1 kapital, når beholdningen overstiger 35% i eksemplet. Nedenfor fremgår det, hvordan beholdningen skulle være ved andre afkast:

AT1\Andre	1%	2%	3%	4%	5%	6%
5%	4,41%	11,76%	26,47%	70,59%	n/a	n/a
6%	3,53%	8,82%	17,65%	35,29%	88,23%	n/a
7%	2,94%	7,06%	13,24%	23,53%	44,12%	105,9%
8%	2,52%	5,88%	10,59%	17,65%	29,41%	52,94%

Tabel 7: Krævet AT1 beholdning for at kompensere for ekstra skat

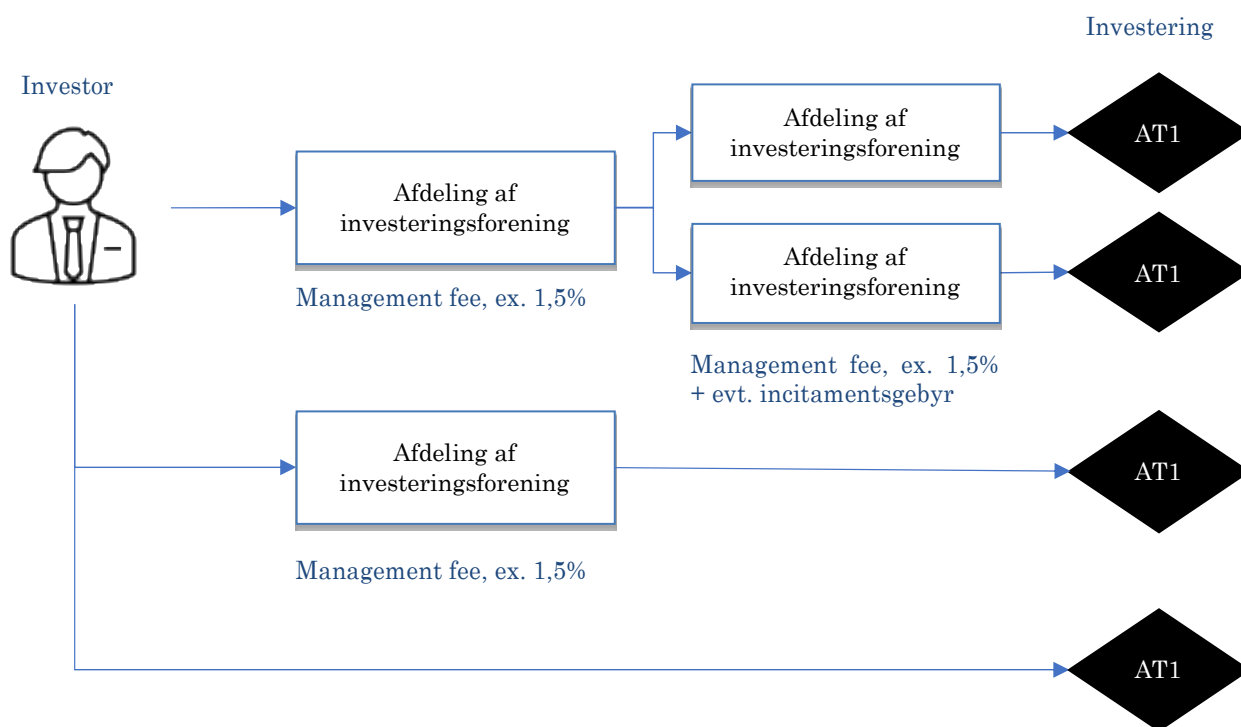
Indtil da får investoren faktisk et negativt nettoafkast for at påtage sig ekstra risiko, hvilket selvsagt ikke er ønskværdigt. Den ekstra skattebetaling gør det derfor mindre fordelagtigt for investeringsselskaber og IMB'er at investere i AT1 instrumenter gennem IMB'er. Dette vil udgøre et problem for FoF strukturer.

4.1.1.1 Funds-of-Funds Strukturer

For at kunne vurdere hvordan investering i AT1 kapital medfører konsekvenser, skal det først kortlægges hvad det vil sige at have en FoF-struktur. En FoF er en fond, der investerer i andre fonde, og som sommetider går under navnet multi-manager fund. Her kan der både være tale om hedge funds, en fond af private equity funds, fund of mutual funds og en fond af real estate

²⁴⁹ Se mere herom i afsnit 4.1.2 nedenfor.

fonde.²⁵⁰ Vi har her valgt primært at fokusere på fond of mutual funds, her: afdelinger af investeringsforeninger, der investerer i andre afdelinger af investeringsforeninger. Nedenfor har vi skitseret de forskellige investeringsmuligheder en investor, der gerne vil eksponeres over for AT1 instrumenter har:



Figur 5: Eksempler på investering i AT1 instrumenter²⁵¹

Ved at investere i en FoF, vil fonden videreinvestere i andre fonde, der foretager den endelige investering. I sådanne tilfælde vil det således ikke være den fond man investerer i, som vælger, om der skal investeres i et givet instrument, men i stedet manageren i den fond, der investeres i. Alternativt kan investoren vælge at investere i en afdeling af en investeringsforening, der investerer direkte i AT1 instrumentet eller at investere direkte i AT1 instrumentet. Det sidste vil dog sjældent være muligt for private investorer grundet den store stykstørrelse.

Investorer i FoF betaler gebyrer til fondene, typisk svarende til 1,5% og 10% i management- og incitamentsgebyrer. Managementgebyret bliver opkrævet direkte af FoF, som yder professionelle managementtjenester og adgang til information, som ville være svært eller meget dyrt for den private investor at opnå. Udover den direkte opkrævning fra FoF, overfører de alle gebyrer til investorerne, som er opstået fra de konstituerede fonde, da de, i de fleste tilfælde,

²⁵⁰ (Michael Stein m.fl., 2008).

²⁵¹ Der kan også godt være endnu flere led mellem den fysiske person og AT1 instrumenterne.

rapporterer deres afkast efter alle deres gebyrer til fund managers er betalt. Mange har været bekymret over denne struktur med dobbeltgebyrer, da det kunne føre til at FoF-managers ville investere i unødigt risikable hedgefonde for at sikre, at bruttoafkastet fra gebyrerne vil være tilstrækkeligt stort til at absorbere de opkrævede FOF-gebyrer.²⁵²

Mange eksperter konstaterer, at de ekstra gebyrer, der påkræves af FoF, opvejer enhver investeringsgevinst. Den generelle holdning er, at FoF industrien tilbyder et produkt, som har en dårlig værdi for investorerne.²⁵³ På trods af dette synspunkt kan man dog se, at FoF strukturer har opnået en stigende interesse fra investorernes side.²⁵⁴

En helt central årsag til dette er, at den private investor kan få adgang til finansielle produkter, som de ikke direkte selv ville kunne investere i. Mange fonde, især hedge fonde, er ikke tilgængelige for private investorer grundet høje minimumsinvesteringer og transaktionsomkostninger. Fondsindustrien tilbyder en lang række af produkter, hvilket gør det svært for den private investor at få det fulde overblik. Det at foretage en markedsscreening kan både være en tidskrævende og ineffektiv opgave.²⁵⁵ Ved at investere i en FoF vil investoren have fordel af, at dette administreres af fondens manager, som kan foretage screeningen mere efficient. Derudover er det et spørgsmål om risikospredning for den private investor. Her vil de kunne få eksponering til sektorer, aktivklasser, markeder og produkter de ikke vil kunne få adgang til ellers.²⁵⁶ Her er AT1 kapital et godt eksempel på et sådant finansielt produkt, da det er de færreste investorer der har adgang til at handle produktet, samtidig med at det årlige udbytte vil være større end på sammenlignelige produkter, og dermed vil være attraktivt at investere i. En porteføljesammensætning som vil kunne tilbydes i FoF, vil sjældent kunne findes ved investering i en almindelig investeringsforening. Allokeringen af aktiver i FoF reducerer risikoeksponeringen med det formål at beskytte investorer mod ukontrollerede faktorer, der kan påvirke deres investering i en negativ grad.²⁵⁷

²⁵² (Stephen J. Brown m.fl., 2003).

²⁵³ (Andrew Ang m.fl., 2008).

²⁵⁴ (Wolinsky, 2020).

²⁵⁵ (Stephen J. Brown m.fl., 2003).

²⁵⁶ (Michael Stein m.fl., 2008).

²⁵⁷ (Corporate Finance Institute, 2017).

Derudover vil det risikojusterede afkast for porteføljen også stige i takt med at antallet af fonde øges.²⁵⁸ En professionel FoF består typisk af mellem 20-30 fonde, men det optimale antal for en investors synspunkt i forhold til risiko og afkast ligger på omkring 11.²⁵⁹ Selv ved en situation hvor den private investor allerede har en meget diversificeret portefølje med både internationale aktier, obligationer og råvarer, vil det forbedre deres investeringsmuligheder at tilføje en FoF til deres eksisterende portefølje. Ved at tilføje en FoF til en gruppe af sammenlignelige porteføljer, kan investoren opnå et højere risikojusteret afkast, end hvis en FoF var udeladt.²⁶⁰

Det kan dermed konstateres, at på trods af de ekstra gebyrer ved at investere i en FoF, vil fonden stadig kunne skabe en forhøjet værdi for den private investor, da risikospredningen og det risikojusterede afkast vil være højere.

4.1.1.2 Beholdningen af AT1 kapital i IMB'er

Vi har taget udgangspunkt i de i afsnit 2.3 nævnte instrumenter, og set på hvilke afdelinger af danske investeringsforeninger, der har en position i disse instrumenter. Derefter har vi frasorteret dem som skattemæssige klassificeres som investeringsselskaber, og nedenstående er derfor en liste af de afdelinger af investeringsforeninger, der er IMB'er, som har beholdninger af de ovennævnte AT1 instrumenter:

<i>Afdeling:</i>	<i>Instrument:</i>	<i>Beholdning:²⁶¹</i>
Danske Invest Select Flexinvest Korte Obligationer	Danske 3m CIBOR + 4,75% ²⁶²	0,06%
Danske Invest Select Flexinvest Globale Obligationer	Danske 3m CIBOR + 4,75%	0,02%
Værdipapirfonden Sydinvest balanceret	Danske 5,875 og 3m CIBOR + 4,75%	0,53%
Værdipapirfonden Sydinvest konservativ	Danske 5,875 og 3m CIBOR + 4,75%	0,51%
Sydinvest virksomhedsobligationer HY	Nykredit 4,125 ²⁶³	0,25%

²⁵⁸ (Brands & Gallagher, 2005).

²⁵⁹ (Ribau-Peltre, Damel & Lethi, 2018).

²⁶⁰ (Gregoriou, 2006).

²⁶¹ I forhold til afdelingens samlede aktiver. Danske Invest er pr. 26/02.2021, Sydinvest er pr. 01/04.2021, Formuepleje er pr. 31/12.2020, Maj Invest er pr. 31/12.2020, PFA Invest er pr. 31/12.2020, Gudme Raaschou er pr. 31/12.2020 og Carnegie er pr. 21/04.2021.

²⁶² OBS: For Danske Banks fonde står den i beholdningslisten som "DANSKE BANK FRN PERP 11/2016".

²⁶³ OBS: For Sydinvests fonde står den i beholdningslisten som: Nykredit Realkredit A/S 31.12.2177" med rente 4,13 og udstedt i EUR. Nykredit har dog ingen obligationer, der udløber det år, og AT1 instrumentet er også den eneste med den rente udstedt i EUR.

Værdipapirfonden Sydinvest Vækstorienteret	Nykredit 4,125	0,21%
Sydinvest virksomhedsobligationer HY Etik	Nykredit 4,125	0,77%
Formuepleje Obligationer	Danske 6,125	Nom. 300.000
Maj Invest High Income Obligationer	Danske 7 ²⁶⁴	Nom. 1.200.000
Maj Invest Globale Obligationer	Danske 7	Nom. 1.600.000
Maj Invest Danske Obligationer	Nykredit 4,125 ²⁶⁵	Nom. 1.000.000
PFA Invest Kreditobligationer	Nykredit 4,125 ²⁶⁶	Nom. 600.000
Investeringsforeningen Gudme Raaschou European High Yield	Nykredit 4,125 ²⁶⁷	0,21%
Carnegie Wealth Management – Globale Obligationer	Jyske Bank 4,75	2,10%

Tabel 8: Investeringsinstitutter med minimumsbeskatning (Kilde: Bloomberg, egen analyse)

For disse afdelinger kan det isoleret set være fordelagtigt at inkludere AT1 instrumenter i deres portefølje. Da IMB'er tillige er skattefri, ændrer Skattestyrelsens praksis ikke på fordelagtigheden heraf. Investeringsforeningen må derfor kunne antages at sammensætte sin portefølje ud fra at opnå det højeste risikojusterede afkast.²⁶⁸ Alle de ovenstående obligationsbaserede afdelinger forvaltes af professionelle forvaltere, og der er ingen grund til at tro andet end, at den givne porteføljesammensætning de har valgt, også er den der maksimerer afkastet givet en vis risiko. Vi antager derfor, at disse afdelingers valg af at inkludere AT1 instrumenter i porteføljen er optimalt ud fra et isoleret synspunkt. Hvor det dog skaber problemer, er, som nævnt ovenfor, hvor der investeres gennem FoF strukturer.

4.1.1.3 Investering igennem FoF strukturer

Spørgsmålet er herefter om vi kan finde eksempler på, at investeringsselskaber og IMB'er gennem FoF strukturer har investeret i disse afdelinger, og dermed AT1 instrumenter. Vi har fundet følgende eksempler på dette:

²⁶⁴ OBS: I Maj Invests fonde står den i beholdningsoversigten som: "Var. Danske Bank A/ 26-06-2025" under USD-obligationer. Danske Bank har dog kun én udstedelse som har maturity eller call den 26.06.2025, og det er det nævnte AT1 instrument, som tillige er udstedt i USD.

²⁶⁵ OBS: I beholdningslisten står den som: "NYKRE 4 1/8 12/31/49" under EUR-obligationer. Nykredit har dog kun en obligation med 4,125% rente og det er AT1 instrumentet, der er udstedt i EUR. Nykredit har kun én obligation der udløber i 2049 og den er i DKK med 2,5% rente.

²⁶⁶ OBS: I beholdningslisten står den som: "4.125% NYKREDIT 15/04/2175" under EUR-obligationer. Nykredit har ikke nogen obligationer med udløb det år, og AT1 instrumentet er det eneste udstedt i EUR med den kuponrente.

²⁶⁷ OBS: Står i beholdningslisten som "4.125% NYKREDIT 15/04/2199".

²⁶⁸ For et eksempel på hvorledes dette kan gøres for obligationsporteføljer, se (Christensen, 2009) s. 125-148

Fund:	Sub-fund:	Beholdning²⁶⁹
PFA Invest Balance Akkumulerende	PFA Invest Kreditobligationer	18,95%
PFA Invest Balance A	PFA Invest Kreditobligationer	11,47%
PFA Invest Balance AA	PFA Invest Kreditobligationer	18,30%
PFA Invest Balance B	PFA Invest Kreditobligationer	7,64%
PFA Invest Balance C	PFA Invest Kreditobligationer	8,00%
Formuepleje PensionPlanner Balance	Formuepleje Obligationer	4,00%
Formuepleje PensionPlanner Moderat	Formuepleje Obligationer	16,51%
Formuepleje PensionPlanner Stabil	Formuepleje Obligationer	17,54%
Formuepleje Optimum	Formuepleje Obligationer	4,04%
Sydinvest Vækstorienteret Akk. / Udb.	Sydinvest Virksomhedsobligationer HY Etik	0,79% / 0,69%
Sydinvest Konservativ Akk. / Udb.	Sydinvest Virksomhedsobligationer HY Etik	0,42% / 0,35%
Sydinvest Balanceret Akk./ Udb.	Sydinvest Virksomhedsobligationer HY Etik	0,58% / 0,51%
Lån & Spar MixInvest Balance 20 / 40 / 60 / 80	Gudme Raaschou European High Yield	0,21% / 0,16% / 0,23% / 0,23%
Lån & Spar Invest MixObligationer / + Akkumulerende	Gudme Raaschou European High Yield	18,51% / 17,80%
Lån & Spar Invest Obligationer	Gudme Raaschou European High Yield	11,57%

Tabel 9: Funds-of-Funds Investeringer i AT1 kapital (Kilde: Morningstar, Egen Analyse)

Da beskatningen for IMB'er forudsætter, at de pågældende afdelinger har valgt at blive beskattet af udbytter fra danske selskaber m.v., og vi ikke ved, om de pågældende afdelinger har valgt dette, udelades følgende afdelinger af den videre behandling:

- i. PFA Invest Balance A / AA / B / C
- ii. Sydinvest Vækstorienteret udb. / Konservativ udb. / Balanceret udb.
- iii. Lån & Spar Invest MixObligationer / Obligationer

Mere konkret kan vi også opgøre hvilken påvirkning AT1 instrumenterne har haft på det afkast, som der er opnået. Nykredits 4,125 AT1 instrument blev først udstedt den 15. oktober 2020 med første rentebetalingsdato den 15. april 2021, så der er for årsregnskabet 2020 ikke noget afkast at tage højde for, da ingen af de nævnte afdelinger har solgt nogle af instrumenterne mellem udstedelsen og 31.12.20.²⁷⁰ Men da undtagelsen for skattebetaling af udlodninger fra obligationsbaserede afdelinger kun gælder, hvis der slet ikke investeres i AT1 instrumenterne,

²⁶⁹ I forhold til afdelingens samlede investeringer. Beholdningerne er pr. 26/02-21 for PFA Invest, pr. 31/12.20 for Formuepleje, pr. 01/04-21 for Sydinvest og pr. 31/12-20 for Lån & Spar Invest.

²⁷⁰ Kilde: Bloomberg.

bliver det afgørende i stedet, om afdelingerne har udloddet noget, mens de har haft en position i AT1 instrumenterne.

Her vælger vi at se nærmere på, hvordan det har påvirket udlodningen i Formuepleje Obligationer, som vedtog udbyttet for Formuepleje Obligationer på generalforsamlingen den 22. april 2021, og pr. samme dag havde Formuepleje Obligationer stadig en position i det pågældende AT1 instrument.²⁷¹

Afdelingen Formuepleje Obligationer havde for nominelt 300.000 USD i deres beholdning, hvilket de så må have fået: $300.000 \text{ USD} * 6,125\% = 18.375 \text{ USD}$ i afkast på i løbet af 2020. Afdelingens samlede renteindtægter var på 5.292.000 kr., og det samlede beløb til rådighed til udlodning var 3.397.000 kr. Med en kurs på 6,09 DKK pr. USD (1. januar 2021) bliver afkastet i DKK fra AT1 instrumentet: $18.375 \text{ USD} * 6,09 \frac{\text{DKK}}{\text{USD}} = 111.903,75 \text{ kr.}$, hvilket udgør $\frac{111.903,75 \text{ kr.}}{5.292.000 \text{ kr.}} = 2,11\%$ af de samlede renteindtægter og $\frac{111.903,75 \text{ kr.}}{3.397.000 \text{ kr.}} = 3,29\%$ af det samlede beløb til rådighed for udlodning.

Udbyttet fra Formuepleje Obligationer for 2020 var på 2,20 kr. pr. andel á nom. 100 kr., mens den indre værdi pr. andel lå på 103,09 kr. Formuepleje PensionPlanner Stabil havde en samlet formue på 49.697.000 kr., hvoraf beviser i Formuepleje Obligationer udgjorde 17,54%. De må derfor eje for $17,54\% * 49.697.000 \text{ kr.} = 8.716.853,8 \text{ kr.}$ i beviser, hvilket svarer til $\frac{8.716.853,8 \text{ kr.}}{103,9 \frac{\text{kr.}}{\text{stk}}} = 83.896,57 \text{ stk.} \approx 83.897 \text{ stk.}$ beviser i Formuepleje Obligationer. Med et udbytte på 2,20 kr. pr. andel giver det et samlet udbytte på: $2,20 \frac{\text{kr.}}{\text{stk}} * 83.897 \text{ stk.} = 184.573,4 \text{ kr.}$ brutto, hvoraf 3,29% stammer fra de løbende betalinger på AT1 instrumentet, dvs. 6.072,46 kr. Af bruttobeløbet skal der betales 15% skat, således at nettoafkastet bliver på: $184.573,4 \text{ kr.} * (1 - 15\%) = 156.887,39 \text{ kr.}$ Det merafkast på 6.072,46 kr., som investoren får ved, at den obligationsbaserede

²⁷¹ Vi har fået dette bekræftet af Formuepleje pr. e-mail. PFA Invest har udbetalt udbytte den 10. marts 2021, og ifølge PFA Invest Kreditobligationers beholdningsliste var der pr. den 31. marts 2021 ikke længere en beholdning i de pågældende AT1 instrumenter. PFA kan dog ikke oplyse om, hvornår de har solgt ud af deres beholdning. Sydinvest har udbetalt foreløbigt udbytte fra afdelingen den 25. januar og havde pr. 1. april 2021 stadig en position i det pågældende AT1 instrument, hvorfor afkastet også her vil være påvirket. Gudme Raaschou Invest har udbetalt udbytte den 10. februar, men sidste opgørelse af beholdningen er pr. 31. december 2020, så her ved vi ikke om afkastet er blevet påvirket.

afdeling investerer i AT1 instrumentet,²⁷² koster altså $184.573,4 \text{ kr.} - 156.887,39 \text{ kr.} = 27.686 \text{ kr.}$ for investoren at få.

Samme udregning kan principielt laves for alle de ovennævnte afdelinger, dog med den forskel, at der for de investeringer i obligationsbaserede afdelinger, der har investeret i Nykredit AT1 instrumentet ikke er noget merafkast, men kun en ekstra skattebetaling.

4.1.1.4 Prisudviklingen på afdelingerne

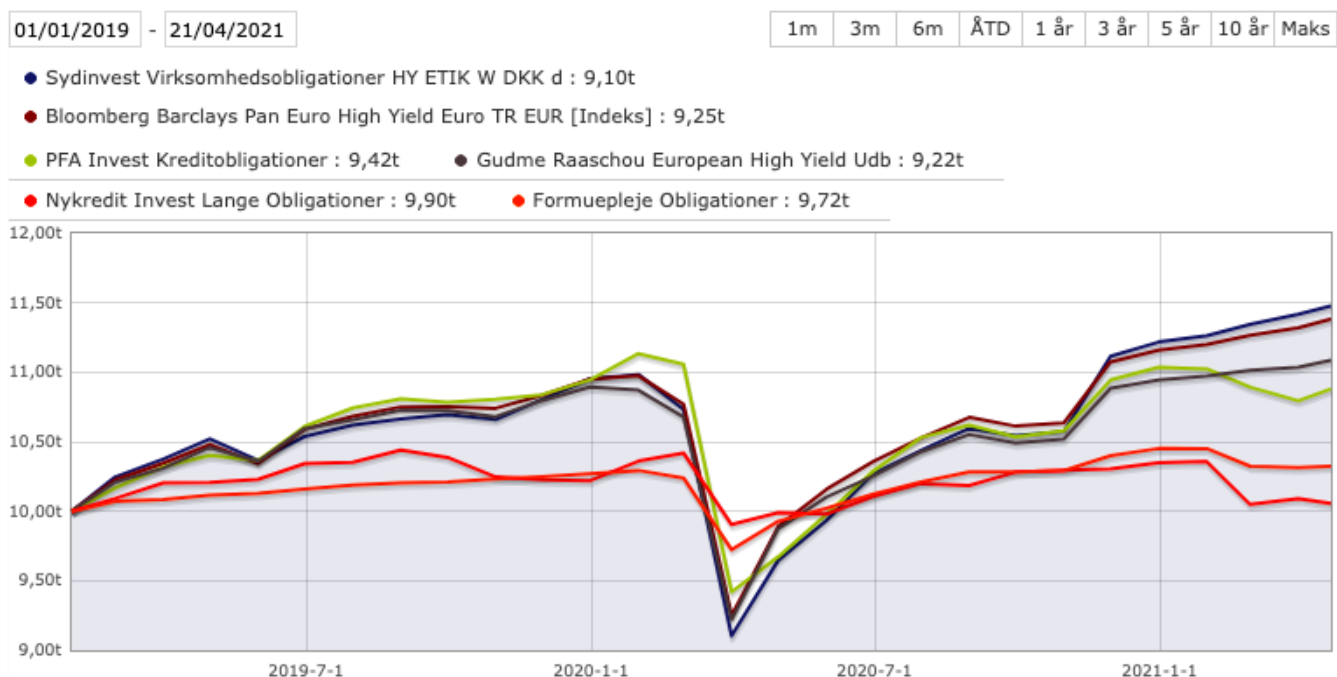
Som det fremgår ovenfor, vil det i tilfælde af investering gennem FoF-strukturer, være blevet mindre fordelagtigt at investere i en obligationsbaseret afdeling, der er eksponeret over for AT1 instrumenter. Herefter er spørgsmålet, om man kan aflæse dette i prisudviklingen på disse afdelinger. Dette skyldes, at jo højere risiko man påtager sig, jo større afkast vil man også forvente. Når afkastet derfor ændrer sig, mens risikoen forbliver den samme, burde prisen på aktivet falde indtil, at det forventede afkast steg tilstrækkeligt til, at afkastet givet risikoen var det samme.²⁷³ Overført til vores scenarie betyder det, at når afkastet på porteføljen er faldet grundet ændringen i beskatningen, mens risikoen er forblevet den samme, må prisen på aktivet(-erne) således falde for at afkastet på aktivet forbliver det samme givet risikoen.

Nedenfor er derfor opstillet en vækstgraf af de fire ovennævnte obligationsbaserede afdelinger fra 1. januar 2019 (hvor man ikke kendte til lovforslaget endnu) frem til i dag. I samme graf er der desuden tilføjet en vækstgraf for den ligeledes obligationsbaserede afdeling Nykredit Invest Lange Obligationer, idet de i løbet af Q2 2019 skilte sig af med alle deres positioner i deres AT1 instrumenter.²⁷⁴ Dette for at sammenligne med en afdeling, der ikke har AT1 instrumenter i sin portefølje. Der er også tilføjet en vækstgraf for indekset "Bloomberg Barclays Pan Euro High Yield Euro TR EUR" for at sammenligne udviklingen med den generelle udvikling i denne type obligationer.

²⁷² Forudsat at de resterende indtægter og omkostninger ville være det samme uden investeringen i AT1 instrumentet. Da pengene, man har brugt til at investere i AT1 instrumentet, kunne være brugt på andre investeringer, vil det reelle merafkast ved investeringen i AT1 instrumentet være lavere.

²⁷³ (Brealey, et al., 2020), s. 208.

²⁷⁴ Kilde: Bloomberg.



Figur 6: Vækstgraf for udvalgte obligationsbaserede afdelinger (Kilde: Morningstar)²⁷⁵

Vi ser, at der i løbet af foråret/sommeren 2019, nogenlunde omkring hvornår det oprindelige lovforslag blev fremsat, er en negativ prisudvikling på nogle af de obligationsbaserede afdelinger. Da samme udvikling forekommer i indekset, kan det dog afvises, at den ændrede beskatning skulle være skyld i dette. Resten af tiden er den overordnede trend også stort set 1:1 med indekset, så det må derfor afvises, at der er sket ændringer i prisen på baggrund af den ændrede skattemæssige behandling af AT1 instrumenterne. Samtidig adskiller udviklingen i Nykredit Invests afdeling sig ikke væsentligt fra Formueplejes afdeling, hvor man også burde kunne se en forskel, fordi afkastet fra Formueplejes afdeling nu bliver beskattet med 15% ekstra i forhold til Nykredit Invests afdeling. Overordnet set må det derfor konkluderes, at priserne på investeringsbeviserne ikke er blevet påvirket af ændringen i praksis på trods af den ekstra skat, der nu bliver pålagt afdelingernes afkast, når de indgår i funds-of-funds strukturer.

4.1.1.5 Ejerandele gennem FoF strukturer

Spørgsmålet er herefter, hvorfor det er tilfældet. De obligationsbaserede afdelinger, som der investeres i, er jo en del af samme investeringsforening eller – i Gudme Raaschous tilfælde – en nærtbeslægtet en. Man skulle derfor umiddelbart tro, at de har mulighed for at påvirke hinanden, således at den afdeling, der investerer i den obligationsbaserede afdeling, får fjernet

²⁷⁵ Den røde linje, som ender nederst og starter øverst, er Nykredit Invest, mens den anden røde er Formuepleje.

AT1 instrumentet fra den obligationsbaserede afdelings portefølje til deres gavn. Her skal man dog være påpasselig, for disse investeringsforeninger er bare en af mange investorer i de obligationsbaserede afdelinger, og det der er bedst for dem, er ikke nødvendigvis det, som er bedst for de andre investorer. Eksempelvis vil en fysisk person, som investerer i den obligationsbaserede afdeling – på nær at blive pålagt kildeskat på udbyttet – ikke mærke nogen forskel i afkast på baggrund af den ændrede praksis. Nedenfor har vi derfor opgjort, hvor stor en del af den obligationsbaserede afdeling de respektive afdelinger ejer:

Obligationsbaseret Afdeling:	Investor:	Beholdning:	Samlet ejerandel:
Formuepleje Obligationer	PensionPlanner Stabil	83.897 stk.	654.399 <i>stk.</i>
	PensionPlanner Moderat	77.341 stk.	1.509.777 <i>stk.</i>
	PensionPlanner Balance	167.635 stk.	= 43,34%
	Formuepleje Optimum	325.526 stk.	
PFA Invest Kreditobligationer	PFA Invest Balance Akkumulerende	1.475.541 stk.	1.475.541 <i>stk.</i> 16.152.403 <i>stk.</i> = 9,14%
Sydinvest Virksomhedsobligationer HY ETIK	Sydinvest Vækstorienteret Akk.	18.659 stk.	69.523 <i>stk.</i>
	Sydinvest Konservativ Akk.	12.576 stk.	3.021.217 <i>stk.</i> = 2,30%
	Sydinvest Balanceret Akk.	38.288 stk.	
Gudme Raaschou European High Yield	MixInvest Balance 20	1.838 stk.	104.584 <i>stk.</i>
	MixInvest Balance 40	1.853 stk.	13.239.374 <i>stk.</i> = 0,79%
	MixInvest Balance 60	8.511 stk.	
	MixInvest Balance 80	699 stk.	
	MixObligationer Akkumulerende	91.683 stk.	

Tabel 10: Samlet ejerskab i sub-funds (Kilde: egen analyse)

Antager man helt simpelt, at det er ufordelagtigt for de ovennævnte afdelinger af investeringsforeninger at investere i de obligationsbaserede afdelinger, der indeholder AT1 instrumenter, mens det for de andre investorer er fordelagtigt, vil det altså være bedst for investorerne som samlet gruppe at beholde AT1 instrumenterne i porteføljen. Hvis vi benytter eksemplet med PFA Invest Kreditobligationer, kan vi også se, at hvis man tillægger ejerandelene fra de investeringsforeninger, som vi ikke ved om skal betale udbytteskat eller ej, bliver den samlede ejerandel af den obligationsbaserede afdeling på 66,99%.²⁷⁶ Såfremt disse stod til at skulle betale udbytteskat af udlodningen fra den obligationsbaserede afdeling, kan det forklare, hvorfor afdelingen har skilt sig af med positionerne i løbet af Q1 2021.

²⁷⁶ PFA Invest Balance A ejer 3.841.493 stk., PFA Invest Balance AA 457.382 stk., PFA Invest Balance B 3.870.204 stk. og PFA Invest Balance C 1.176.372 stk.

Nu har vi en mulig forklaring på, hvorfor de obligationsbaserede afdelinger ikke har skilt sig af med investeringen i AT1 instrumenter trods den ufordelagtige skattemæssige behandling af visse af investorerne. Spørgsmålet er herefter om dette kan være med til at forklare, hvorfor der ikke har været en påvirkning af prisen. Ændringen i den skattemæssige praksis har ikke påvirket de resterende investorers afkast, og derfor heller ikke deres prissætning af beviset. De vil have et højere afkast givet risikoen i forhold til afdelingerne af investeringsforeningerne, og vil derfor også være villige til at betale en højere pris for beviset. Derfor burde afdelingerne af investeringsforeningerne heller ikke have opkøbt nogle beviser i løbet af 2020, da den pris, de har skulle betale, har været for høj til dem givet afkastet. Dette kan også forklare, hvorfor prisen ikke er blevet påvirket, forudsat at der har været tilstrækkeligt med efterspørgsel fra disse investorer, da afdelingerne af investeringsforeningerne ikke har kunne købe beviserne til den lavere pris. Vi kan dog kun se dette for beviserne i Formuepleje Obligationer, da det er den eneste obligationsbaserede afdeling, vi er sikker på, har holdt AT1 instrumenter i hele 2020. Det burde derfor afspejle ændringerne fra den gamle beskatning til den nye.

	2019		2020		
Afdeling	Beholdning:	Antal:	Beholdning:	Antal:	Ændring:
Optimum	3,89%	327.837	4,04%	325.526	-2.311
PensionPlanner Stabil	12,71%	63.932	17,54%	83.897	19.965
PensionPlanner Moderat	9,15%	47.035	16,51%	77.341	30.307
PensionPlanner Balance	6,64%	298.755	4,00%	167.635	-131.120

Tabel 11: Ændring i beholdningen af Formuepleje Obligationer (kilde: egen analyse)

Udregningerne af ovenstående fremgår af Bilag 4. Af den ovenstående tabel kan vi se, at der ikke er et entydigt billede på hvordan porteføljesammensætningen har ændret sig på baggrund af den ændrede beskatning. Til dette kan man også overveje, hvorfor de ikke har solgt fuldstændigt ud af deres beholdning af den obligationsbaserede afdeling. Her er vi tilbage ved spørgsmålet om, hvordan den optimale portefølje sammensættes. Beviset i den obligationsbaserede afdeling må antages at have samme risiko, som den portefølje den består af, og til denne er knyttet et givent afkast, som nu grundet den ændrede skattemæssige praksis er blevet 15% mindre. Beviset er et normalt værdipapir med et givent forventet afkast og en given risiko, som forvalteren af afdelingens portefølje kan vælge, når porteføljen sammensættes. Som nævnt ovenfor har det visse fordele i forhold til risikospredningen, når der vælges en FoF-strategi, og det er tvivlsomt, at afdelingen af investeringsforeningen kunne opnå samme risikospredning ved at investere i samme instrumenter, som den underliggende

obligationsbaserede afdeling består af minus AT1 instrumenterne. Dette skyldes for det første, at afdelingen ikke nødvendigvis har midlerne til at investere i alle de instrumenter, som den obligationsbaserede afdeling har positioner i, og for det andet, at det er svært at opnå samme risikoeksponering, som der opnås ved at investere i AT1 instrumenter, ved investering i andre gældsinstrumenter.²⁷⁷ En måde hvorpå man kan se, hvordan risikoen på forskellige aktiver er i forhold til hinanden, er deres korrelation med markedsindekset. I et studie af korrelationen mellem forskellige instrumenter udstedt af banker og Stoxx Europe 600 finder (Grinderslev & Kristiansen, 2017) følgende korrelationer:

	Bank Stocks:	CoCos²⁷⁸:	Subordinated Debt:	Senior unsecured Debt:
Correlation	70,4%	58,0%	25,3%	3,9%
<i>Conditional on:</i>				
Market decrease	68,0%	71,6%	40,2%	20,4%
Market increase	35,5%	19,8%	-1,4%	-14,9%

Tabel 12: Korrelation mellem instrumenter og markedet (Kilde: (Grinderslev & Kristiansen, 2017))

Af tabellen ser vi, at AT1 instrumenterne (benævnt CoCos) har en korrelation med markedet, der minder mere om egenkapitalens end gældens. Desuden ser vi, at hvor alle instrumenterne har en positiv korrelation med fald i markedet, så har AT1 instrumenterne en positiv korrelation med stigninger i markedet, mens gæld har en negativ korrelation. Aktie- og obligationskurser har historisk set været både positivt og negativt korreleret, og determinanten for dette er typisk nogle underliggende makroøkonomiske faktorer.²⁷⁹

Her er der dog tale om en korrelation i forhold til enkelte markedsdage og ikke en generel korrelation over tid. Her kan den negative korrelation være opstået på baggrund af den såkaldte "flight-to-quality". Flight-to-quality opstår, når investorer substituerer aktier og obligationer med hinanden på baggrund af investorernes vurdering af risikoen på markedet.²⁸⁰ Hvis den vurderede risiko stiger, efterspørges obligationer på bekostning af aktier med den følge, at aktiekurser falder og obligationskurser stiger, og vice versa, hvis den vurderede risiko falder.²⁸¹ Når AT1 instrumenterne således bevæger sig modsat de almindelige gældsinstrumenter, må

²⁷⁷ Dette vil også være gældende for den obligationsbaserede afdeling, hvis denne forsøgte at sammensætte en portefølje, som ikke inkluderede AT1 instrumenterne.

²⁷⁸ Contingent Convertibles (CoCos).

²⁷⁹ Se (Ilmanten, 2003).

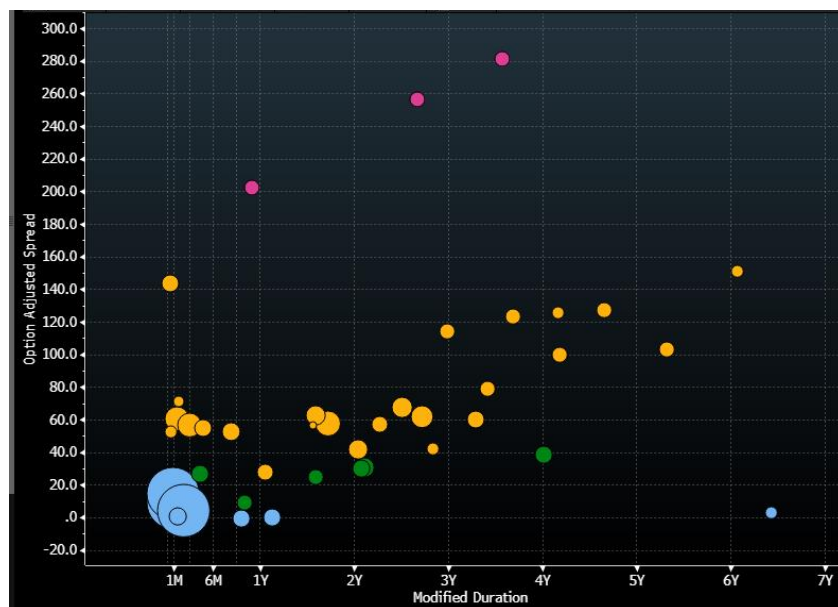
²⁸⁰ (Hansen, 2005).

²⁸¹ Ibid.

det derfor – ud fra et flight-to-quality synspunkt – skyldtes, at risikoen ved AT1 instrumenterne er forskellig fra risikoen ved almindelige gældsinstrumenter. Ud fra dette synspunkt vil en stigning i markedet medføre, at investorerne sænker deres forventning til risikoen ved investeringer, hvorfor de skifter deres positioner over i mere risikable aktiver, herunder AT1 instrumenter, på bekostning af de almindelige gældsinstrumenter. Derfor vil vi nu se nærmere på risikoen ved investering i AT1 instrumenter, og hvorfor disse kan karakteriseres som et mere risikabelt aktiv.

4.1.2 Risikoen ved investering i AT1

Risikoen forbundet med at investere i virksomhedsobligationer kan observeres gennem rentespændet på obligationerne, idet rentespændet til statsobligationer kan ses som den præmie, investorer skal have, for at påtage sig den ekstra risiko, som obligationen besidder.²⁸² Jo mere risikabel investeringen i obligationen er, jo højere vil rentespændet være. Vi benytter Option Adjusted Spread (OAS), der defineres som z-spread²⁸³ minus optionspræmien på den call option, som man implicit sælger, fordi optionen kan calles. Nedenfor fremgår en graf over hvordan OAS på Danske Banks AT1 instrumenter (markeret med lyserøde punkter) er i forhold til Tier 2, non-preferred seniorgæld, usikret seniorgæld og covered bonds:



Figur 7: OAS-spread i basispoint (bps) for Danske Banks gældsinstrumenter (Kilde: Bloomberg)

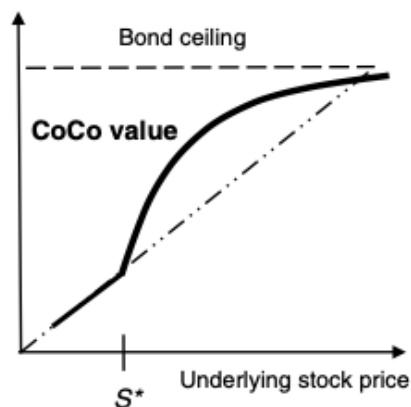
²⁸² (Hull, 2018), s. 442.

²⁸³ Z-spreadet er den risikopræmie, der skal lægges til rentekurven på statsobligationer på de tidspunkter hvor man modtager en rentebetaling på AT1 instrumentet for at få den nuværende pris på AT1 instrumentet.

Som det fremgår af grafen ovenfor, handler AT1 instrumenter med et højere rentespænd end andre gældsinstrumenter og har derfor en højere risiko. Den højere risiko er et udslag af de regulatoriske krav, som AT1 instrumenter er underlagt, jf. afsnit 2 ovenfor, hvor det særligt er følgende krav som påvirker risikoen:

- i. Subordinationen, jf. afsnit 2.2.1.2.2;
- ii. Begrænsningerne på udlodninger, jf. afsnit 2.2.1.2.5; samt
- iii. Nedskrivning eller konvertering, jf. afsnit 2.2.1.2.6.

Dette skyldes, at disse tre elementer medfører en særlig risikoeksponering for investorer i AT1 instrumenter, idet investorernes maksimale pay-off være begrænset til hovedstolen plus kuponerne, mens det minimale pay-off er 0, såfremt der foretages en nedskrivning. Begrænsningerne på udlodningerne lægger et yderligere pres på det maksimale pay-off, man som investor kan regne med at få, mens subordinationen også bidrager med at begrænse det mulige afkast. Investorer i AT1 instrumenter er derfor mest eksponeret over for den nedadgående risiko, som repræsenteret ved grafen nedenfor.



Figur 8: Pay-off diagram for AT1 instrumenter (Kilde: (Liberadzki & Liberadzki, 2016), s. 21)

Investorerne vil selvfølgelig indse dette, og derigennem kræve en højere kuponrente end de ville på gældsinstrumenter, der ikke er lige så eksponeret over for den nedadgående risiko. Dette vil selvfølgelig være mest åbenlyst i forhold til den samme udsteders junior- eller seniorgæld, idet disse ikke har samme nedskrivningsmekanisme, og kun delvist er subordineret, hvilket hæver det pay-off investorerne vil få i tilfælde af instituttets finansielle problemer.²⁸⁴ Den simpleste

²⁸⁴ Forudsat at der ikke er tale om et tilfælde, hvor et eventuelt konkursbo ikke har noget dividende at udbetale.

måde at vise, hvordan denne eksponering over for den nedadgående risiko påvirker den krævede kuponrente, er ved et eksempel med 1-års nulkuponobligationer:

Eksempel:

Pengeinstitut A vil rejse EUR 70 mio. ved udstedelse af obligationer. Der er 5% sandsynlighed for at instituttet ender i finansielle problemer, som fører til, at de ikke betaler hovedstolen tilbage. Den risikofrie rente er på 2%.

En risikoneutral investor vil kræve en hovedstol på:

$$\frac{0,95 * F}{(1 + 2\%)} = EUR 70 \text{ mio.} \Rightarrow F = \frac{EUR 70 \text{ mio.} * 1,02}{0,95} = EUR 75,16 \text{ mio.}$$

Altså en implicit rente på $\frac{EUR 75,16 \text{ mio.}}{EUR 70 \text{ mio.}} - 1 = 7,368\%$

Havde investoren ved investering i obligationen i stedet fået et pay-off på EUR 20 mio., hvis instituttet endte i finansielle problemer, ville hovedstolen være:

$$\frac{0,95 * F + 0,1 * EUR 20 \text{ mio.}}{(1 + 2\%)} = EUR 70 \text{ mio.} \Rightarrow F = \frac{EUR 70 \text{ mio.} * 1,02}{0,95} - \frac{0,05 * EUR 20 \text{ mio.}}{0,95} = EUR 74,11 \text{ mio.}$$

Altså en implicit rente på: $\frac{EUR 74,11 \text{ mio.}}{EUR 70 \text{ mio.}} - 1 = 5,865\%$ eller en reduktion på $\approx 21\%$ i forhold til tilfældet hvor investor ikke har udsigt til nogen betaling i tilfælde af finansielle problemer.

Tabel 13: Risikoens påvirkning af kuponrenten

Det ovenstående eksempel er, som nævnt, et forsimplet eksempel på, hvordan långiver vil kræve en højere kuponrente, når långiver får større eksponering over for den nedadgående risiko. Eksemplet kan bedst ses som et eksempel på subordinationen og muligheden for nedskrivning, idet begge medfører, at långiver får et mindre pay-off i down-scenariet end långiver ellers ville have fået, hvis der var udstedt obligationer uden subordination eller uden mulighed for nedskrivning. Da der dog alene er tale om et simpelt eksempel, vil vi nedenfor gennemgå, hvorledes de enkelte vilkår påvirker risikoen enkeltvis mere detaljeret.

4.1.2.1 De enkelte risikoelementer

4.1.2.1.1 Subordination

Subordinationen medfører, at investorerne i AT1 instrumenterne bliver efterstillet alle andre kreditorer men rangerer foran aktionærerne i konkursordenen.²⁸⁵ Subordinationen medfører således, at der er væsentligt mindre sandsynlighed for, at man som kreditor får udbetalt dividende i tilfælde af konkurs, og derfor bliver den også i praksis betragtet som den væsentligste risiko, idet det ofte antages, at den forventede dividende er tæt på 0.²⁸⁶ Grundet subordinationen er AT1 instrumenter mindst lige så risikable som Tier 2 instrumenter i samme pengeinstitut, hvilke er mindst lige så risikable som seniorgælden i samme pengeinstitut.²⁸⁷

4.1.2.1.2 Begrænsninger på udlodningerne

Udover de regulatoriske krav til begrænsningerne på udlodningerne, følger det typisk også af betingelserne for AT1 instrumenterne, at udstederen har ret til, diskretionært, at annullere de løbende betalinger helt eller delvist.²⁸⁸ En diskretionær annullering af udlodningerne vil dog kun ske, hvis instituttet er i finansielle problemer,²⁸⁹ hvorfor det må antages, at risikoen i praksis er den samme uanset, om der er en diskretionær ret for udstederen til at annullere udlodningen.²⁹⁰

Medens subordinationsrisikoen ovenfor i princippet ikke adskiller sig væsentligt fra andre gældsinstrumenter, da der grundlæggende bare er tale om hvilken "recovery rate", som investorerne stilles i udsigt, og denne godt kan være den samme for subordinerede gældsinstrumenter i en virksomhed og seniorgæld i en anden virksomhed, tilføjer muligheden for at annullere udlodningerne en ny risiko, som ikke almindeligvis indgår i obligationer. (De Spiegeleer, et al., 2014) betragter udlodningerne som en masse "down-and-out binary call options" (BDO'er), der hver især udløber på en rentebetalingsdato og kun betales af udsteder,

²⁸⁵ Jf. afsnit 2.2.1.2.2 ovenfor.

²⁸⁶ (De Spiegeleer, et al., 2014).

²⁸⁷ Da Tier 2 instrumenterne er subordineret seniorgælden, jf. afsnit 2.2.1.3 ovenfor, og derfor også indeholder en subordinationspræmie i forhold til seniorgælden.

²⁸⁸ Se eksempelvis Nykredits Terms s. 10.

²⁸⁹ (De Spiegeleer, et al., 2014), s. 122.

²⁹⁰ Ellers ville det være svært for investorer at kræve en ekstra kompensation for risikoen for at betalingerne blev annulleret, da udstederen til enhver tid ville kunne undlade at betale denne kompensation med den følge, at investorer ikke ville købe det og ingen instrumenter ville blive udstedt.

hvis aktieprisen²⁹¹ er over en given pris ved udløb. Herved er værdien af en obligation med disse udlodningsbegrænsninger lig værdien af en nul kupon obligation + optionerne.²⁹²

4.1.2.1.3 Nedskrivning eller konvertering af hovedstolen

For så vidt angår AT1 instrumenter med konverteringsbestemmelser, vil det være sværere at opgøre disse i form af finansielle instrumenter som ovenfor. Konvertible gældsinstrumenter betragtes almindeligvis som en obligation plus warrant(s),²⁹³ mens (De Spiegeleer, et al., 2014) betragter konverteringsbestemmelsen i CoCos som "Knock-In Forward(s)" bestående af en lang position i en "knock-in call" og en kort position i en "knock-in put". I (De Spiegeleer, et al., 2016) betragter forfatterne i stedet konverteringsbestemmelsen som $C_r \cdot \text{down-and-in asset-(at hit)-or-nothing option on the stock}$, hvor C_r er det antal aktier man modtager ved konverteringen.

I de to AT1 instrumenter med konverteringsbestemmelser (udstedt af Danske Bank) er der valgt en fremgangsmåde med en floor pris på USD 23,97, hvilket svarer til henholdsvis DKK 166,83 og DKK 154,6 på tidspunkterne for udstedelse.²⁹⁴ Aktiekursen var på udstedelsesdatoerne henholdsvis DKK 238,7 og DKK 197,65, så allerede på udstedelsestidspunktet må det have været klart, at en eventuel konvertering måtte ske til floor prisen.²⁹⁵ Konverteringsbestemmelsen er da med til at begrænse det udbytte en investor ville få ud af investeringen i tilfælde af, at trigger-eventen blev udløst. Instrumenterne har hver især en hovedstol på USD 750 mio. Med en konverteringskurs på USD 23,97 betyder det, at investorerne vil få: $\frac{750.000.000 \text{ mio USD}}{23,97 \frac{\text{USD}}{\text{Aktie}}} = 31.289.111 \text{ aktier}$. Danske Bank's aktiekurs er pr. 26.

april 2021: DKK 118,85, så den samlede værdi af konverteringen ville være $118,85 \frac{\text{DKK}}{\text{aktie}} \cdot 31.289.111 \text{ aktier} \approx \text{DKK } 3,72 \text{ mia.}$ Værdien af hovedstolen er dog DKK 4,61 mia.²⁹⁶, og var konverteringen sket til markedspris, havde investorerne fået aktier svarende til hele dette beløb. Investorerne må derfor lide et tab på ca. DKK 900 mio. eller ca. 20% af deres investering, således at recovery raten allerede nu er nede på omkring 80% - vel at mærke uden at banken er

²⁹¹ Aktieprisen benyttes som en proxy for udstederens finansielle stilling.

²⁹² (De Spiegeleer, et al., 2014), s. 318.

²⁹³ (Nyborg, 1996), s. 169.

²⁹⁴ Den ene er udstedt den 28. marts 2017, hvortil der er brugt en kurs på 6,96 (26. marts 2017) til omregningen, mens den anden er udstedt den 26. juni 2018, hvortil der er brugt en kurs på 6,45 (24. juni 2018).

²⁹⁵ Da det er svært at forestille sig, at banken skulle komme i sådanne finansielle problemer, at trigger-eventen blev udløst uden, at aktiekursen faldt til under floor prisen. Alternativt skulle investorerne have regnet med en kraftig devaluering af USD, således at floor prisen faldt gevaldigt.

²⁹⁶ Med en kurs på 6,15 USD/DKK (25. april 2021).

i nævneværdige finansielle problemer! Skulle banken rent faktisk komme i sådanne finansielle problemer, at trigger-eventen blev udløst, ville recovery-raten formentlig være langt lavere.

I forhold til nedskrivningen gælder det samme som ovenfor omkring modelleringen, men man skal i stedet sætte $C_r = 0$, for at få værdien af et AT1 instrument med en nedskrivningsbestemmelse.²⁹⁷ Hovedparten af risikoen for investorer ligger, ligesom ved konverteringen, i recovery-raten, der må antages at være lavere ved nedskrivning end ved konvertering.²⁹⁸ Dette uddybes derfor ikke nærmere her. Nedskrivningen har dog også en anden konsekvens, nemlig at det ændrer på kreditorrækkefølgen mellem egenkapital og fremmedkapital. Dette skyldes, at såfremt der sker en nedskrivning vil ejerne af AT1 kapital opleve et fuldstændigt tab af kapital, mens der stadig er mulighed for at investorerne i egenkapitalen kan få penge ud af deres investering gennem dividende i konkursboet.²⁹⁹ Forbuddet mod dividend-stoppere vil også medføre, at rækkefølgen skiftes. Her har AT1 instrumenterne således en større risiko end egenkapitalen.

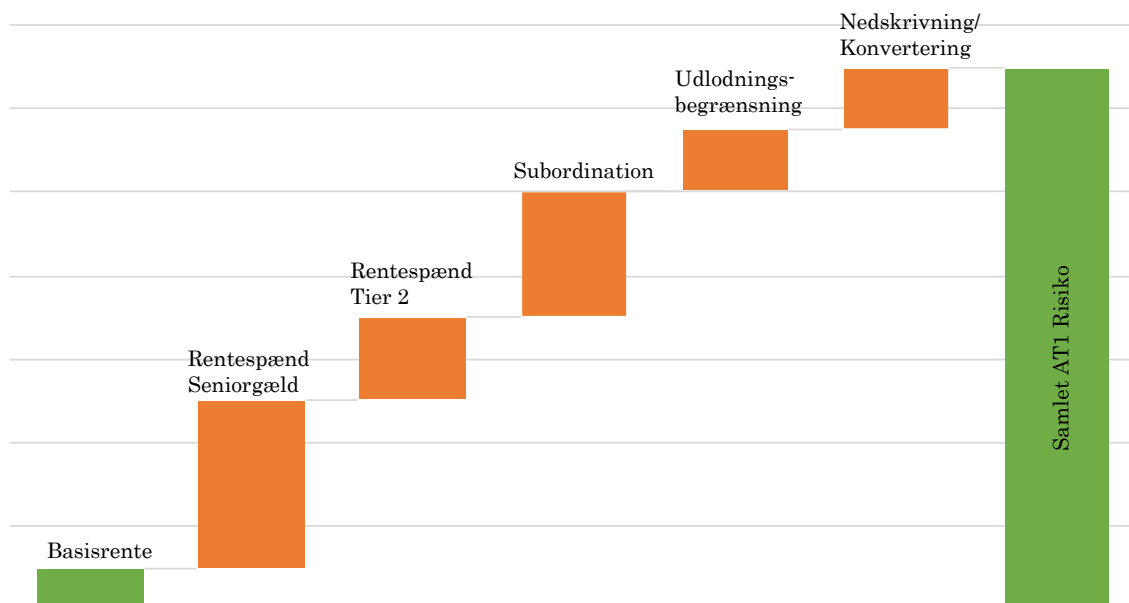
4.1.2.2 Den samlede risiko ved investering i AT1 instrumenter

Ovenfor er forklaret hvilke elementer, som indgår i AT1 instrumenternes risiko, og hvordan disse adskiller sig fra almindelige gældsinstrumenter og Tier 2 instrumenter. Det er netop disse elementer, der er skyld i, at AT1 instrumenterne har en væsentligt højere risiko, hvorfor den forskel mellem AT1 instrumenter og andre gældsinstrumenter, der blev vist i Figur 7 ovenfor, nu kan forklares med følgende figur:

²⁹⁷ (De Spiegeleer, et al., 2016), s. 408.

²⁹⁸ Dette i øvrigt uden hensyntagen til pengeinstituttets holdning til senere opskrivninger efter nedskrivningen, idet konverteringen sker til aktier, der har ubegrænset upside, mens den senere opskrivning vil ske til gæld, der har begrænset upside.

²⁹⁹ (Liberadzki & Liberadzki, 2019), s. 68.



Figur 9: Dekomponeret rentespænd for AT1 instrumenter

Disse elementer, samt den i afsnit 4.1.1.5 nævnte forskellige korrelation med markedet, gør AT1 instrumenter svære at erstatte med almindelige gældsinstrumenter i porteføljen, når den obligationsbaserede afdeling sammensætter denne, hvilket kan forklare hvorfor visse af dem ikke har erstattet AT1 instrumenterne i porteføljen. De har heller ikke mulighed for at erstatte dem med aktier, idet obligationsbaserede afdelinger ikke må investere i disse. Til dette skal nævnes, at når (De Spiegeleer, et al., 2016) og (De Spiegeleer, et al., 2014) viser, at et AT1 instrument kan modelleres en obligation plus nogle eksotiske optioner, betyder det også, at det er samme ”pakke” man implicit køber, når man køber et AT1 instrument, hvilket er med til at hæve risikoen ved investeringen. Det er også dette, der medfører AT1 instrumenters særegne risiko i forhold til almindelige obligationer.³⁰⁰

³⁰⁰ Da selve pakken består af en uamortisabel obligation – som derfor ikke i henhold til Skattestyrelsens praksis være at anse som omfattet af kursgevinstloven – vil det dog ikke være muligt for de obligationsbaserede afdelinger at købe pakken af finansielle instrumenter i stedet for AT1 instrumenterne og derigennem undgå, at de afdelinger, som investerer i den gennem FoF strukturer, skal betale skat af udbyttet. Hvorvidt det er muligt at konstruere et andet finansielt instrument eller et derivat af AT1 instrumentet, som vil medføre, at man opnår samme risikoeksponering, men ikke falder uden for undtagelsen omkring udelukkende at investere i fordringer omfattet af kursgevinstloven, holdes uden for vores behandling.

4.2 Udsteders forhold

Efter at have fokuseret på investeringssiden af AT1 instrumenterne vender vi nu tilbage til udstedersiden. Dette skyldes, at når vi har kortlagt risikoen ved investering i AT1 instrumenterne vil vi se, om de små risikoforskelle mellem CET1 og AT1 instrumenter også afsejler sig i de omkostninger, som udsteder har. Som udgangspunkt vil investorer kræve samme kompensation for instrumenter af samme risiko, hvilket betyder, at udstederne også have samme omkostninger på de to instrumenter. Spørgsmålet er herefter, hvordan omkostningerne for de to instrumenter faktisk ser ud.

4.2.1 Omkostningerne ved de forskellige former for kapital

For at kunne vurdere hvordan den ændrede skattemæssige behandling påvirker kapitalomkostningerne, bliver vi i første omgang nødt til at fastslå pengeinstitutternes kapitalomkostninger. Kapitalomkostningerne for hele kapitalstrukturen før skat kan opgøres som:

$$r_a = r_e * \frac{E}{E + AT1 + T2 + \dots + D_n} + r_{AT1} * \frac{AT1}{E + AT1 + T2 + \dots + D_n} + r_{T2} * \frac{T2}{E + AT1 + T2 + \dots + D_n} + \dots + r_{Dn} * \frac{D_n}{E + AT1 + T2 + \dots + D_n}$$

hvor r_e er omkostningen ved egenkapitalen (CET1 kapital), r_{AT1} er omkostningen ved AT1 kapital, r_{T2} er omkostningen ved Tier 2 kapital og r_{Dn} er omkostningen ved den n'te type gældskapital. E er markedsværdien af egenkapitalen, AT1 er markedsværdien af AT1 kapitalen, T2 er markedsværdien af Tier 2 kapitalen og D_n er markedsværdien af de respektive former for gældskapital. Til det følgende antager vi, at Tier 2 kapital og alt gældskapital, der rangerer over det, er risikofri.

Vi har valgt at fokusere på CET1 kapital (r_e) og AT1 kapital (r_{AT1}), da det særligt er valget mellem at finansiere sig med disse to former for kapital, som er interessant, jf. ovenfor. Vi har valgt at fokusere på de institutter, der har udstedt de i afsnit 2.3 nævnte AT1 instrumenter minus Nykredit, da de ikke er børsnoteret.

4.2.1.1 AT1 kapital

AT1 kapital's risikoelementer er gennemgået ovenfor, og i tillæg til de nævnte risikoelementer kan også nævnes, at (Grinderslev & Kristiansen, 2017) finder, at AT1 instrumenter har mindre likviditet end egenkapitalen, hvilket tillige øger risikoen ved investering relativt til egenkapital. Risikoen vil vise sig i det afkast investorerne vil kræve, hvilket afspejler sig i de omkostninger, som udstederne vil have. Da kapitalomkostningerne er et udtryk for investorernes forventede afkast af de respektive kapitalinstrumenter, anvender vi yield-to-first-call ("YTC")³⁰¹ som mål for kapitalomkostningen på AT1 kapitalen.³⁰² Udover at bestemme kapitalomkostningerne på den nuværende AT1 kapital, vil vi også se nærmere på, hvilken omkostning udstederne ville have, hvis de udstedte ny AT1 kapital. Det vil nemlig være det valg, de er stillet overfor, hvis de eksempelvis overvejer, om de skal refinansiere noget af AT1 kapitalen med ny kapital i form af CET1 eller AT1.³⁰³

4.2.1.1.1 Jyske Bank

På baggrund af prisen på de udestående AT1 instrumenter har vi udregnet YTC til at være:

Kuponrente:	Hovedstol	Pris	YTC
4,75%	EUR 150 mio.	109,3465	3,149%
3m STIBOR + 5%	SEK 1 mia.	105,1855	3,150%
3m CIBOR + 5,3%	DKK 500 mio.	99,99	5,110%
3m STIBOR + 5,8%	SEK 1,25 mia.	101,9525	1,836%

Tabel 14: Pris og YTC på Jyske Banks nuværende AT1 instrumenter (Kilde: Bloomberg, egen analyse)

Udregningerne fremgår af Bilag 1. Til at beregne kapitalomkostningerne skal vi anvende markedsværdien og yielden på den samlede udstedelse. Markedsværdien i DKK er på 3,441 mia., mens yielden er på 3,0742%.³⁰⁴

³⁰¹ YTC er et mål for det årlige afkast en investor vil få, hvis han køber obligationen til den nuværende pris og holder den til første call dato.

³⁰² YTC tager ikke højde for risikoen for, at udstederen misligholder obligationen. Så længe risikoen for misligholdelse er lille, vil man dog kunne benytte yield som kapitalomkostning. (Brealey, et al., 2020), s. 519.

³⁰³ Refinansiering er det mest oplagte eksempel, da en udstedelse af ny AT1 eller CET1 kapital også vil forbedre udstederens finansielle stilling, hvilket kan have en indflydelse på omkostningerne ved kapitalen.

³⁰⁴ Med reference renter pr. 28.04.2021: 3m CIBOR: -0,21%, 3m STIBOR: -0,032% og Kurser pr. 28.04.2021: SEK/DKK: 0,74, EUR/DKK: 7,44.

For at bestemme deres omkostninger, hvis de udstedte ny AT1 kapital ville være, ser vi nærmere på z-spreadet³⁰⁵ for deres nuværende AT1 instrumenter. De to AT1 instrumenter, der blev udstedt i 2016, kan kaldes den 16.09.2021, så disse ser vi bort fra her. De to resterende AT1 instrumenter har et z-spread på omkring 320 bps, den ene af disse i forhold til 3y SEK swap-renten og den anden i forhold til en tysk Bundesobligation med udløb i 2026.³⁰⁶ Antager vi at refinansieringen sker med en call option om fem år, kan vi benytte henholdsvis den 5-årige SEK swap-rente og den tyske Bundesobligation med udløb april 2026, som basisrente for obligationen, hvortil z-spreadet så skal lægges oveni. Dette vil give en omkostning på 3,56% for en SEK-obligation og en omkostning på 2,59% for en EUR-obligation³⁰⁷

4.2.1.1.2 Danske Bank

På baggrund af prisen for de udestående AT1 instrumenter har vi udregnet YTC til at være:

Kuponrente	Hovedstol	Pris	YTC
3m CIBOR + 4,75%	DKK 3 mia.	102,1	1,716%
5,875%	EUR 750 mio.	104,1595	1,664%
6,125%	USD 750 mio.	108,258	3,215%
7%	USD 750 mio.	113,393	3,739%

Tabel 15: Pris og YTC på Danske Banks nuværende AT1 instrumenter (Kilde: Bloomberg, egen analyse)

Udregningerne fremgår af Bilag 1. Markedsværdien på AT1 instrumenterne er således DKK 19,115 mia., mens yielden er på 2,647%.³⁰⁸

For omkostningerne, hvis de udsteder ny AT1 kapital, har et af AT1 instrumenterne call dato den 23.11.2021, og vi ser derfor bort fra dette. Det AT1 instrument, der har call dato i 06.04.22 har et z-spread på omkring 200 bps, mens de to andre har et z-spread på omkring 280 bps. Z-spreadet for den med call dato i 2022 er i forhold til en BTF³⁰⁹ obligation med udløb den 21.04.2021, som har en rente på -0,615%. De resterende er i forhold til en 3-årig US Treasury Bond, som har en yield på 0,33% og en 5-årig med en yield på 0,84%.³¹⁰ Renterne på disse to udstedelser er begge blevet fastsat i forhold til henholdsvis den 7-årige US treasury-rente og den 7-årige mid swap rente, som nu ligger på 1,25% (05.05.2021). Udstedte de derfor et ny AT1

³⁰⁵ Z-spread anvendes her i stedet for OAS, da vi er interesserede i de samlede omkostninger, hvilke også inkluderer optionspræmien, som man fratrækker i OAS.

³⁰⁶ Kilde: Bloomberg.

³⁰⁷ 5-årig SEK swap-rente: 0,36%, 5-årig bundesobligation handler til et yield på -0,61% (pr. 06.05.2021),

³⁰⁸ Hvor 3m CIBOR: -0,21%, EUR/DKK: 7,44 og USD/DKK: 6,16 (pr. 28.04.2021).

³⁰⁹ "Bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés". Franske statsobligationer.

³¹⁰ Begge pr. 03.05.2021, kilde: (US Department of Treasury, 2021).

instrument i USD, som refinansiering af noget af det eksisterende AT1 kapital, ville det have en omkostning på omkring 4%.

4.2.1.2 CET1 kapital

Ovenfor finder vi, at de nuværende kapitalomkostningerne ved AT1 kapital ligger på 3,0742% for Jyske Bank og 2,647% for Danske Bank. Som gennemgået ovenfor i afsnit 4.1.2, vil AT1 kapitalens risiko ligge tæt op ad egenkapitalens og endda over nogle steder. Det er også vist, at rentespændet på et pengeinstituts AT1 instrumenter og dets aktiekurs har en korrelation på 90%, hvor korrelationen ligger i, at rentespændet går ned, når aktiekurserne går op.³¹¹ AT1 kapitalen vil dog omvendt være mindre subordineret end CET1 kapitalen, og trods udstederens mulighed for at annullere udlodningerne på AT1 instrumenterne, må udlodningerne anses for at være mindre sikre ved CET1 kapital.³¹² Spørgsmålet er derfor, hvor tæt CET1 og AT1 kapital er på hinanden omkostningsmæssigt, idet de virker til at være relativt tæt på hinanden risikomæssigt. Til at bestemme kapitalomkostningen for CET1 kapital anvender vi CAPM- og ICC-metoderne.

4.2.1.2.1 CAPM baserede tilgange

Kapitalomkostningerne ved CET1 kapitalen er givet ved følgende ligning:³¹³

$$r_e = r_f + \beta_e(r_m - r_f)$$

(Bechmann, et al., 2013) viser, at hvis CAPM anvendes til værdiansættelsen af aktierne, Mogliadani-Miller teoremet holder³¹⁴ og bankens gæld er risikofri, så vil kapitalomkostningerne ved egenkapital være:

$$r_e = r_f + \frac{b}{MEK\%}$$

hvor MEK% er markedsværdien af pengeinstituttets aktier divideret med markedsværdien af balance, mens $b = \beta_a(r_m - r_f)$. Begge tilgange anvendes nedenfor.

³¹¹ (Liberadzki & Liberadzki, 2019), s. 70.

³¹² I 2020 blev der eksempelvis som følge af COVID-19 pandemien opfordret til, at pengeinstitutter ikke udbetalte udbytte, mens der ikke var samme opfordring i forhold til udlodninger på AT1 kapitalen.

³¹³ (Brealey, et al., 2020), s. 232.

³¹⁴ Se hertil dog (Baker & Wurgler, 2015), der finder, at bankers aktier udviser en "low-risk anomaly", som betyder at en ændring i kapitalstrukturen til mere egenkapital medfører, at de samlede kapitalomkostninger stiger.

Som den risikofrie rente anvendes den 1-årige DKK swap-rente, som ligger på -0,12%³¹⁵, da der er tale om danske selskaber noteret på en dansk børs i DKK. Risikopræmien for markedet er lidt sværere at bestemme. Goldman Sachs vurderer den til at være omkring 6,5% for hele Europa,³¹⁶ mens (Damodaran, 2021) viser, at den er 5,88% for Vesteuropa og 4,72% for Danmark specifikt, når man anvender en implied equity risk premium tilgang. (Autrup & Hensch, 2020), som også anvender en implied equity risk premium tilgang, finder dog, at risikopræmien er omkring 7% baseret på danske data. Nedenfor er kapitalomkostningerne derfor udregnet for alle de forskellige risikopræmier.

4.2.1.2.1.1 Jyske Bank

Givet at Jyske Banks aktier har en beta-værdi på 0,846³¹⁷ får vi, at egenkapitalomkostningen givet de forskellige risikopræmier på markedet er på:

Risikopræmie (Marked):	r_e (CAPM)	r_e (Bechmann et al.)
4,72%	3,87%	3,74%
5,88%	4,85%	4,69%
6,5%	5,38%	5,20%
7%	5,80%	5,60%
Gennemsnit:	4,98%	4,81%

Tabel 16: Egenkapitalomkostning m. CAPM - Jyske Bank

Udregningerne fremgår af Bilag 2. Til fastsættelsen af kapitalomkostningen med metoden fra (Bechmann et al.), har vi anvendt den bogførte værdi af Jyske Banks passiver fra årsregnskabet 2020 på DKK 636.016 mio., og en markedsværdi af egenkapitalen på DKK 21,98 mia.³¹⁸ Ligningen antager, at gælden er risikofri, hvorfor debt beta sættes til 0, hvilket giver en asset beta på 0,0283 og en MEK% på 0,0346.

4.2.1.2.1.2 Danske Bank

Givet at Danske Banks aktier har en beta-værdi på 0,98³¹⁹, bliver deres egenkapitalomkostning ved hjælp af CAPM for de forskellige risikopræmier på markedet:

Risikopræmie (Marked):	r_e (CAPM)	r_e (Bechmann et al.)
4,72%	4,51%	4,38%
5,88%	5,64%	5,49%

³¹⁵ Pr. 06.05.2021, Kilde: (SEB, 2021).

³¹⁶ (Peytavin, 2020).

³¹⁷ I forhold til OMXC25, Kilde: Bloomberg.

³¹⁸ AT1 kapitalen er i Jyske Banks årsregnskab ikke medregnet i passiverne, men i egenkapitalen, men holdes udenfor både værdien af passiver og aktiver her.

³¹⁹ I forhold til OMXC25, Kilde: Bloomberg.

6,5%	6,25%	6,08%
7%	6,74%	6,56%
Gennemsnit:	5,78%	5,63%

Tabel 17: Egenkapitalomkostning m. CAPM - Danske Bank

Udregningerne fremgår af Bilag 3. Til fastsættelsen af kapitalomkostningen med metoden fra (Bechmann et al.), har vi anvendt den bogførte værdi af Danske Banks passiver fra Q1 2021 rapporten på DKK 3.902 mia., og en markedsværdi af egenkapitalen på DKK 106,57 mia.³²⁰ Dette giver en asset beta på 0,026 og en MEK% på 0,0273.

4.2.1.2.2 Implied Cost of Capital tilgange

En anden måde at bestemme kapitalomkostningerne på er ved hjælp af en Implied Cost of Capital (ICC) tilgang, hvor egenkapitalens kapitalomkostninger bestemmes ud fra den nuværende pris på aktien og analytikernes forventninger til den fremtidige indtjening. Forudsætter man, at analytikernes forventninger afspejler markedets forventninger til den fremtidige indtjening,³²¹ vil man – fordi man kender markedsprisen – da kunne finde frem til investorenes afkastkrav, og derved kapitalomkostningerne for selskabets egenkapital. Vores fremgangsmåde er identisk med (Dick-Nielsen, et al., 2021), idet vi anvender fire forskellige måder at udregne ICC på og benytter gennemsnittet af disse som den givne ICC.³²²

4.2.1.2.2.1 ICC – OJ Model

I (Ohlson & Juettner-Nauroth, 2005) vises det, at ICC kan udtrykkes som³²³:

$$ICC_{OJ} = A + \sqrt{A^2 + \frac{EPS_1}{P_0} * (STG - (\gamma - 1))}$$

hvor:

$$A = \frac{1}{2} \left((\gamma - 1) + \frac{DPS_1}{P_0} \right) \text{ og } STG = \left(\frac{EPS_2 - EPS_1}{EPS_1} * LTG \right)^{\frac{1}{2}}$$

³²⁰ AT1 kapitalen er i Danske Banks regnskab ikke medregnet i passiverne, men i egenkapitalen, men holdes udenfor både værdien af passiver og aktiver her.

³²¹ Se hertil (So, 2013), som viser, at dette er tilfældet.

³²² Gennemsnittet anvendes da (Mohanram & Gode, 2013) viser, at dette giver en stærk korrelation med de fremtidige realiserede afkast og den laveste measurement error.

³²³ (Dick-Nielsen, et al., 2021), Internet appendix: IA1.1.

EPS_1 og EPS_2 er analytikernes forventninger til earnings per share om henholdsvis et og to år, mens $(\gamma - 1)$ er den forventede terminal growth rate. P_0 er den nuværende aktiekurs og DPS_1 det forventede udbytte per aktie om et år. LTG er den årlige vækstrate i earnings fra år to til år fem.

Ignorerer man udbyttet og sætter $\gamma = 1$ får man, at³²⁴:

$$ICC_{PEG} = \sqrt{\frac{EPS_1}{P_0} * STG}$$

Fra Bloombergs oversigt over forventninger til Danske Bank og Jyske Banks får vi, at:

Parameter	Danske Bank	Jyske Bank
EPS_1 (FY 2021)	12,01	34,37
EPS_2 (FY 2022)	14,11	35,29
DPS_1	5,86	8,07

Tabel 18: Analytiker forventninger (Kilde: Bloomberg)

Da estimerne kun går til og med år 2023, kan vi ikke benytte analytiker-estimer til at bestemme LTG, hvorfor vi i stedet anvender den årlige vækstrate i EPS mellem 2013 og 2023³²⁵ som LTG. For Danske Bank er denne 8,16%, mens den for Jyske Bank er 4,48%. Til $(\gamma - 1)$ anvender (Dick-Nielsen, et al., 2021) m.fl. den 10-årige US Treasury rente minus 3%, men til dette anvender vi den forventede årlige vækst i Danmarks real BNP mellem 2020 og 2060, som er på 2,01%.³²⁶ Danske Banks aktiekurs pr. 29.04.2021 er DKK 118,05, mens Jyske Banks aktiekurs er DKK 302,1.

4.2.1.2.2.2 ICC – Residual Income Model

(Gebhardt, et al., 2001) viser, at man også kan anvende en residual income model til at bestemme ICC, hvilket gøres ved følgende ligning³²⁷:

$$P_0 = B_0 + \sum_{t=1}^{11} \frac{(ROE_t - ICC_{GLS}) * B_{t-1}}{(1 + ICC_{GLS})^t} + \frac{(ROE_{12} - ICC_{GLS}) * B_{11}}{ICC * (1 + ICC_{GLS})^{11}}$$

hvor:

³²⁴ Ibid.

³²⁵ Baseret på estimer for 2021, 2022 og 2023.

³²⁶ Samme tilgang anvendes af (Altavilla, et al., 2021). Kilde på BNP-data: (OECD, 2021).

³²⁷ (Dick-Nielsen, et al., 2021), Internet Appendix IA1.2.

$$ROE_t = \frac{EPS_t}{B_{t-1}} \text{ og } B_t = B_{t-1} + EPS_t - DPS_t$$

Til at beregne DPS_t anvender vi en fast payout ratio $[\theta]$, hvorfor det kan omskrives til:

$$B_t = B_{t-1} + EPS_t * (1 - \theta)$$

B_t er den indre værdi per aktie på tidspunkt t .

Som dividend payout ratio anvendes 50% for Danske Bank³²⁸, mens der for Jyske Bank anvendes 65%³²⁹. Til at beregne ROE, når der ikke længere er estimater fra analytikere, antages – ligesom i (Gebhardt, et al., 2001) – at der er en ”mean-reverting effect” til gennemsnittet for ROE i bankindustrien, således at ROE i terminalåret har netop denne værdi.³³⁰ (Altavilla, et al., 2021) viser, at ROE for banker i Europa siden 2009 har ligget under 8%, mens (ECB, 2018) viser, at den for ”top performers” har ligget omkring 7-8%, hvor den var forventet til at stige til lige under 10% i q4 2020. Vi anvender derfor 8% som vores target ROE. For at ROE i terminalåret ender på dette target, anvender vi følgende ligning til at bestemme ROE i perioden efter, at der ikke længere findes estimater fra analytikere:

$$ROE_t = ROE_{t-1} - \frac{ROE_{t-1} - ROE_{Target}}{(T + 1) - t}$$

Hvor $(T + 1) - t$ er antallet af år mellem år t og terminalåret (T) plus 1.

Man kan dog også anvende en lidt kortere tidshorisont ved hjælp af modellen fra (Claus & Thomas, 2001), hvorefter man kan bestemme ICC ved³³¹:

$$P_0 = B_0 + \sum_{t=1}^5 \frac{(ROE_t - ICC_{CT}) * B_{t-1}}{(1 + ICC_{CT})^t} + \frac{(ROE_5 - ICC_{CT}) * B_4 * (1 + g)}{(ICC_{CT} - g) * (1 + ICC_{CT})^5}$$

Definitionerne er de samme som ovenfor. $[g]$ svarer til $(\gamma - 1)$ i afsnit 4.2.1.2.2.1, hvorfor samme fremgangsmåde benyttes her. Til denne antages der dog ikke nogen ”mean-reverting effect”,

³²⁸ Deres historiske dividend payout ratio ligger omkring 50%, mens deres fremadrettede mål ligger på 40-60%, hvorfor 50% betragtes som en bedre antagelse end deres payout ratio for 2020 på 30%.

³²⁹ Deres payout ratio mellem 2016-2020, NB: Dette inkluderer aktietilbagekøbsprogrammer og de har ikke udbetalt udbytte i hverken 2018, 2019 eller 2020.

³³⁰ Derfor estimerer vi også EPS_t som $B_t * ROE$ fra år 2024 og frem.

³³¹ (Dick-Nielsen, et al., 2021) Internet Appendix IA1.2.

hvorfor vi i stedet anvender LTG fra afsnit 4.2.1.2.2.1 ovenfor til at bestemme EPS i år 2024 og 2025.

4.2.1.2.2.3 Kapitalomkostningerne bestemt ved ICC-modellerne

Udregningerne for de respektive kapitalomkostninger ved ICC-modellerne kan findes i Bilag 5, Bilag 6 og Bilag 7. Med disse når vi frem til følgende kapitalomkostninger:

ICC-Metode	Danske Bank	Jyske Bank
ICC (OJ):	14,13%	7,04%
ICC (PEG):	11,02%	6,29%
ICC (GLS):	10,869%	11,163%
ICC (GT):	11,430%	10,547%
Gennemsnit:	11,90%	8,76%

Tabel 19: Kapitalomkostninger ved ICC-metoder

Som nævnt ovenfor anvendes gennemsnittet af de fire ICC'er, som er fremkommet ved hjælp af de ovenstående metoder, hvilket giver en ICC på 11,90% for Danske Bank og en ICC på 8,76% for Jyske Bank.³³²

4.2.1.2.3 Vurdering af CET1 kapitalomkostningerne

Den store forskel mellem kapitalomkostningerne fundet ved CAPM- og ICC-metoderne gør, at vi ikke entydigt kan konkludere, hvorledes kapitalomkostningerne ser ud for de to banker. I (Altavilla, et al., 2021) har forfatterne estimeret kapitalomkostningerne for europæiske banker ud fra samme modeller, som vi har anvendt, og de finder en kapitalomkostning på gennemsnitligt 7,33% ved hjælp af CAPM og en gennemsnitlig kapitalomkostning på 11,095% ved ICC-metoderne.³³³ (Altavilla, et al., 2021) finder, at det mest hensigtsmæssige er at tage et gennemsnit på tværs af metoderne,³³⁴ hvilket giver dem en gennemsnitlig kapitalomkostning på omkring 10%. Tager man et gennemsnit af vores estimater for henholdsvis CAPM og ICC, giver det en kapitalomkostning for Danske Bank på 8,80% og for Jyske Bank på 6,83%.

I forhold til resultaterne i (Altavilla, et al., 2021) ligger Danske Bank således inden for den 10. percentil, mens Jyske Bank ligger under denne. At de begge ligger i den lave ende af kapitalomkostningerne giver mening, da både (Altavilla, et al., 2021) og (Dick-Nielsen, et al., 2021) finder, at pengeinstitutter med højere CET1 ratio har lavere kapitalomkostninger, og de

³³² Tager man i stedet medianen bliver det 11,230% for Danske Bank og 8,796% for Jyske Bank.

³³³ Selvom artiklen er udgivet i 2021, går deres data dog kun frem til december 2019.

³³⁴ NB: Forfatterne anvender flere metoder end vi gør.

begge har CET1 ratioer, som ligger over medianen og omkring øverste kvartil i forhold til andre europæiske banker.³³⁵ Danske Banks CET1 ratio ligger dog over Jyske Banks, jf. afsnit 4.2.2 nedenfor, hvilket burde betyde, at Danske Banks kapitalomkostninger var lavere end Jyske Banks.

Når vores resultater således ikke stemmer overens med tidligere forskning, kan det betyde, at nogle af de parametre vi har anvendt til at fastslå Jyske Banks kapitalomkostninger har været forkerte. Vi har derfor lavet en scenarieanalyse for hver af de forskellige metoder, som viser hvordan kapitalomkostningerne havde set ud, hvis vi havde anvendt andre parametre. Den komplette scenarieanalyse fremgår af Bilag 8, Bilag 9, Bilag 10 og Bilag 11. Da det er ICC_{OJ} - og ICC_{PEG} -værdierne, som gør udslaget i forhold til, hvorfor Jyske Banks kapitalomkostninger er væsentligt lavere end Danske Banks, har vi set nærmere på parametrene LTG og EPS_2 .³³⁶ LTG har vi selv fastsat, mens EPS_2 er givet af analytikerne. I analyserne er: **GRØN** vores resultat; **ORANGE** er resultater, der ligger inden for 150 bps af vores resultat; **GUL** er resultater, der ligger mellem 150 og 300 bps under vores resultat; **RØD** er resultater, der ligger over mellem 150 og 300 bps fra vores resultat; og **MØRKERØD** er resultater, der ligger mere end 300 bps fra vores resultat.

JYSKE BANK		LTG				
		4,480%	5,500%	6,500%	7,500%	8,500%
EPS ₂	34,75	5,180%	5,628%	5,983%	6,283%	6,544%
	35,00	6,254%	6,682%	7,031%	7,333%	7,599%
	35,292	7,045%	7,479%	7,837%	8,150%	8,427%
	35,75	7,902%	8,353%	8,729%	9,058%	9,352%
	36,25	8,584%	9,054%	9,448%	9,794%	10,103%
	36,75	9,125%	9,612%	10,021%	10,382%	10,705%
	37,25	9,576%	10,079%	10,503%	10,876%	11,211%

Figur 10: Scenarieanalyse ICC_{OJ} (Jyske Bank)

JYSKE BANK		LTG				
		4,480%	5,500%	6,500%	7,500%	8,500%
EPS ₂	34,75	5,04%	5,31%	5,54%	5,74%	5,92%
	35,00	5,72%	6,02%	6,28%	6,50%	6,71%
	35,292	6,29%	6,62%	6,90%	7,15%	7,38%
	35,75	6,95%	7,32%	7,63%	7,91%	8,16%
	36,25	7,51%	7,90%	8,24%	8,54%	8,81%
	36,75	7,96%	8,38%	8,74%	9,06%	9,35%
	37,25	8,35%	8,79%	9,17%	9,50%	9,80%

Figur 11: Scenarieanalyse ICC_{PEG} (Jyske Bank)

³³⁵ (ECB, 2021).

³³⁶ $(\gamma - 1)$ påvirker også værdierne, men da denne ligeledes påvirker værdierne for Danske Bank, holdes den udenfor her.

Vi ser altså, at hvis man holder EPS_2 konstant på analytikernes estimer, ville en LTG på 8,5% ikke være nok til at gøre kapitalomkostningerne for Jyske Bank højere end for Danske Bank (om end de ville være tættere på hinanden).³³⁷ Kun en højere LTG kombineret med højere forventninger til EPS_2 fra analytikerne ville ændre på vores konklusion. Vi holder derfor fast i vores oprindelige estimat af kapitalomkostningerne.

4.2.1.3 Kapitalomkostninger før skat

Vi kan derfor nu opgøre den samlede kapitalomkostning før skat (WACC):

$$WACC = r_e \frac{E}{V} + r_{AT1} \frac{AT1}{V} + r_d * \frac{D}{V}$$

hvor $V = E + AT1 + D$. E og AT1 er markedsværdien af henholdsvis egenkapitalen og AT1, mens D er den bogførte værdi af gældskapitalen. r_e er kapitalomkostningerne til CET1 kapital; r_{AT1} kapitalomkostningerne til AT1 kapital og r_d kapitalomkostningerne til gældskapital, der sættes til den risikofrie rente. Med disse værdier bliver WACC 0,136% for både Danske Bank og Jyske Bank, primært grundet den lave r_d og den store andel gældskapital relativt til de andre former for kapital.

4.2.1.4 AT1 capitals påvirkning af kapitalomkostningerne

Ovenfor ser vi, at kapitalomkostningerne for AT1 kapital er lavere end kapitalomkostningerne for CET1 kapital. Det ville derfor være oplagt at tænke, at virksomheden kan sænke deres samlede kapitalomkostninger ved at udskifte CET1 kapital med AT1 kapital i det omfang det er muligt. Dette er dog ikke muligt, hvilket skyldes MM proposition 2: når andelen af gæld stiger, vil kapitalomkostningerne for egenkapitalen stige proportionelt med andelen af gæld.³³⁸ Man kan derfor ikke udskifte ”dyr” egenkapital (CET1 kapital) ud med ”billig” egenkapital (AT1 kapital) for at opnå lavere kapitalomkostninger for virksomheden, for investorerne i CET1 kapitalen vil bare kræve ekstra compensation, der udligner forskellen i omkostningerne.³³⁹ Afkastkravet til kapitalomkostningerne på egenkapital vil således skulle ændres ud fra følgende omskrivning af kapitalomkostningerne før skat:

³³⁷ Med en LTG på 8,5% bliver den samlede ICC for Jyske Bank på 9,38% og de gennemsnitlige kapitalomkostninger (inkl. CAPM) bliver på 7,4%.

³³⁸ (Modigliani & Miller, 1958).

³³⁹ (Berk & DeMarzo, 2016), s. 534.

$$r_e = r_a + (r_a - r_{AT1}) \frac{AT1}{E} + (r_a - r_d) \frac{D}{E}$$

hvor r_a er de samlede kapitalomkostninger (WACC).

(Dick-Nielsen, et al., 2021) viser, at kapitalomkostningerne før skat for bankerne i deres undersøgelse – uanset niveauet af CET1 kapital – er konstant, hvilket bekræfter ovenstående. Det vil derfor ikke være muligt at sænke kapitalomkostningerne før skat ved at udskifte CET1 kapital med AT1 kapital.

4.2.2 Kapitalforhold i praksis

Selvom vi ovenfor har redegjort hvorfor kapitalomkostningerne før skat ikke bliver påvirket af ændringer i kapitalstrukturen, er AT1 kapital historisk blevet betragtet som en form for billig egenkapital.³⁴⁰ Der er derfor en formodning for, at AT1 kapitalen er blevet tilføjet til kapitalstrukturerne i håb om, at dette kan sænke kapitalomkostningerne for pengeinstitutterne. Derfor kigger vi nu nærmere på pengeinstitutternes faktiske solvensforhold for at kunne se, om denne formodning kan bekræftes.

I det følgende vil solvensforholdene i de to SIFI-institutter, der udsteder den største andel af AT1 kapital på det danske marked gennemgås, med henblik på at kortlægge hvordan de lever op til kravene under Søjle I og Søjle II.

4.2.2.1 Danske Bank³⁴¹

4.2.2.1.1 Søjle I

Som Danmarks største pengeinstitut vil der til at starte med kigges på hvordan Dansk Bank lever op til kapitalkravene. Søjle I-kravene er gennemgået i afsnit 2.2.1 ovenfor. Det første der skal nævnes, er deres andel af CET1 kapital, da det er det eneste reelle mindstekrav der skal opfyldes. Kravet for pengeinstitutter er, at CET1 kapitalen skal bestå af mindst 4,5% af den samlede risikoeksponering, som er summen af kreditrisikoen, den operationelle risiko, markedsrisikoen og kreditværdiansættelsen. For Danske Bank ligger deres CET1 kapital på

³⁴⁰ (Liberadzki & Liberadzki, 2019), s. 67f.

³⁴¹ Kilde: (Danske Bank, 2020).

143,7 mia. kr. (18,3% af den samlede risikoeksponering), som skal holdes op mod Danske Banks kapitalkrav efter både Søjle I, Søjle II og deres buffer, som vil blive behandlet efterfølgende.

Det næste krav under Søjle I er, at den samlede kernekapitalprocent skal udgøre 6%. Da Danske Bank allerede har en CET1 kapital på 18,3% opfylder de allerede kravet, og har ikke behov for AT1 kapital for at lukke hullet fra de 4,5% til 6%. Danske Bank har dog i 2020 AT1 kapital for 17,28 mia. kr. (2,2%), hvilket betyder, at den samlede kernekapital (Tier 1) ligger på 20,5%.

Det sidste krav er, at den samlede kapitalprocent skal udgøre 8% af den samlede risikoeksponering. Hvis den samlede kapitalprocent endnu ikke er over de 8%, kan pengeinstituttet lukke hullet med Tier 2 kapital. Danske Bank havde i 2020 Tier 2 kapital for 19,108 mia. kr. (2,4%), hvilket bringer den samlede kapitalprocent op på 22,9%.

4.2.2.1.2 Søjle II

De normale risici for et pengeinstitut antages at være dækket af kapitalkravene under Søjle I, hvorefter der skal tages stilling til om det enkelte institut har risici derudover, der nødvendiggør et tillæg i solvensbehovet (Søjle II kravet). Solvensbehovet bliver fastsat på baggrund af interne vurderinger og Finanstilsynets benchmark modeller til at kvantificere om den regulatoriske ramme indikerer et behov for yderligere kapital.³⁴² Ud fra disse kan det konstateres, at Danske Bank i 2020 havde behov for 4,6% ekstra i forhold til Søjle I kravene.

Udover dette stilles der også krav om følgende buffere:³⁴³

- i. Kapitalbevaringsbuffer
- ii. Kontracyklisk buffer
- iii. Globale systemisk institutions buffer ("SIFI-buffer")

Kapitalbevaringsbufferen er et krav på 2,5% af den samlede risikoeksponering, og skal opfyldes af CET1 kapital. Bufferen er indført for at bankerne skal opbygge en større beholdning af egentlig kernekapital. Danske Bank opfylder dette krav, hvilket fører til, at det samlede krav til CET1 kapitalen stiger fra 4,5% til 7%.

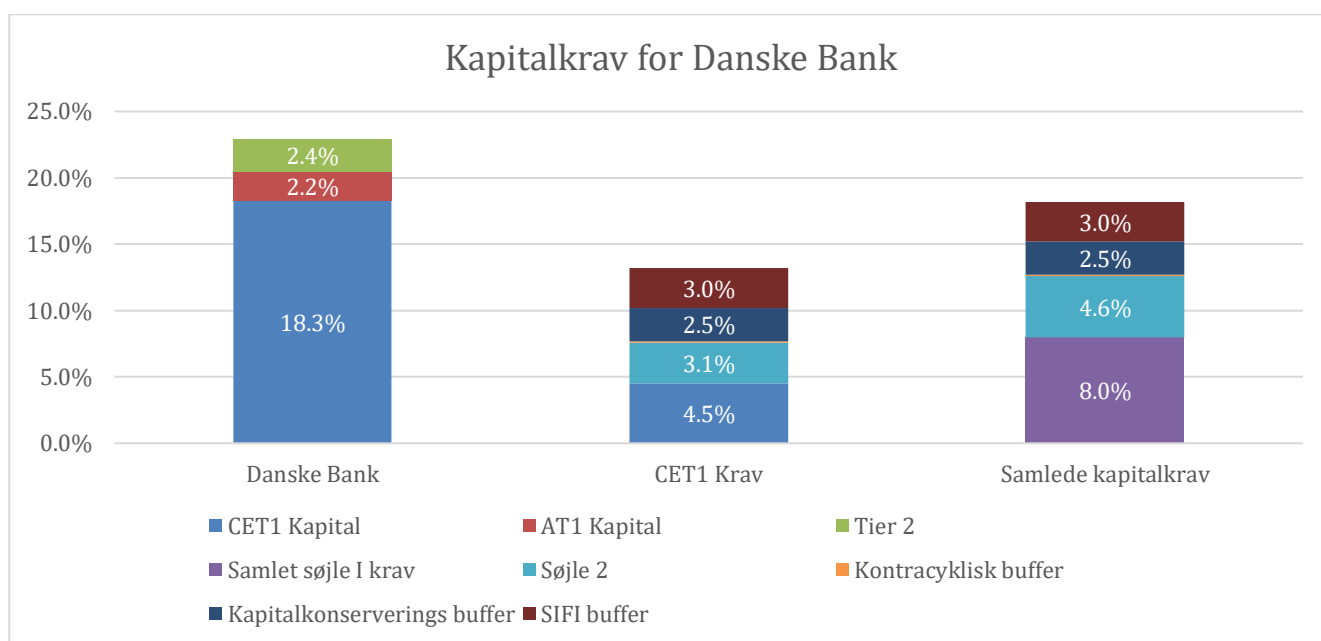
³⁴² (Finanstilsynet, 2013).

³⁴³ Disse buffere udgør tilsammen det kombinerede kapitalbufferkrav, som et pengeinstitut skal opretholde med CET1 kapital. Kapitalbevaringsbufferen og den kontracykliske buffer er et krav for alle pengeinstitutter, mens SIFI-bufferen kun er et krav som følge af, at Danske Bank er et SIFI-institut. (Per Rolf Larssen & Rasmus G. Steffensen, 2015)

Den kontracykliske buffer er indført med formålet om at lade buffere virke modsat af den økonomiske udvikling for at forhindre bobler og kreditklemmer. Bufferen vil opbygges under højkonjekturer, og vil i tilfælde af lavkonjunktur fastsættes til 0%. Ved en fuld indfasning af den kontracykliske buffer, vil CET1 kravet hæves med 2,5%, hvilket vil føre til et samlet krav på 9,5%. I 2020 udgjorde Danske Banks kontracykliske buffer 0,1% fordi Finanstilsynet på baggrund af COVID-19 pandemien nedsatte kravene til denne.

SIFI-buffere er for banker, der er identificeret af de relevante myndigheder som globalt systematisk vigtige. Det obligatoriske tillæg er fastsat til mellem 1% og 3,5% bestående af CET1 kapital, hvor Danske Bank i 2020 ligger på 3%.

De samlede bufferkrav for Danske Bank i 2020 ligger på 5,6%, som betyder, at kravet om CET1 kapital kumuleres til 13,2% af den samlede risikoeksponering. Med alle kravene fører det til, at Danske Banks samlede kapitalkrav ligger på 18,2% af den samlede risikoeksponering.



Figur 12: Samlede kapitalkrav (Danske Bank)

4.2.2.2 Jyske Bank³⁴⁴

4.2.2.2.1 Søjle I

Med henblik på kravet under Søjle 1 ligger Jyske Bank på linje med Danske Bank i forhold til at andelen af CET1 kapital. CET1 kapitalen udgør 32,194 mia., som udgør 17,9% af Jyske Banks samlede risikoeksponering i 2020. AT1 kapitalen udgør 3,539 mia. (2%), som fører til, at den samlede andel Tier 1 kapital udgør 19,9%. Med en Tier 2 kapital på 5,3 mia. (3%) betyder dette, at den samlede kapitalprocent lægger sig på 22,9%, hvilket er identisk med der ses i Danske Bank i 2020.

4.2.2.2.2 Søjle II

Kapitalkravet for Jyske Bank i henhold til Søjle II ligger i 2020 på 3,6%, hvilket er 0,4% højere end året før. Denne stigning relateres primært til kreditrisikoen, som er større i 2020 end året før. Kreditrisikoen fungerer som en forsigtighedsbuffer mod bankens svage eksponeringer. Grundet COVID-19 og den dertilhørende usikkerhed, er der blevet foretaget en ekstra forsigtig vurdering af de svage eksponeringer. Af de 3,6% er det vurderet, at 2,1% skal udgøres af CET1 kapital. Jyske Bank estimerer at søjle II kravet vil forblive stabil gennem 2021.

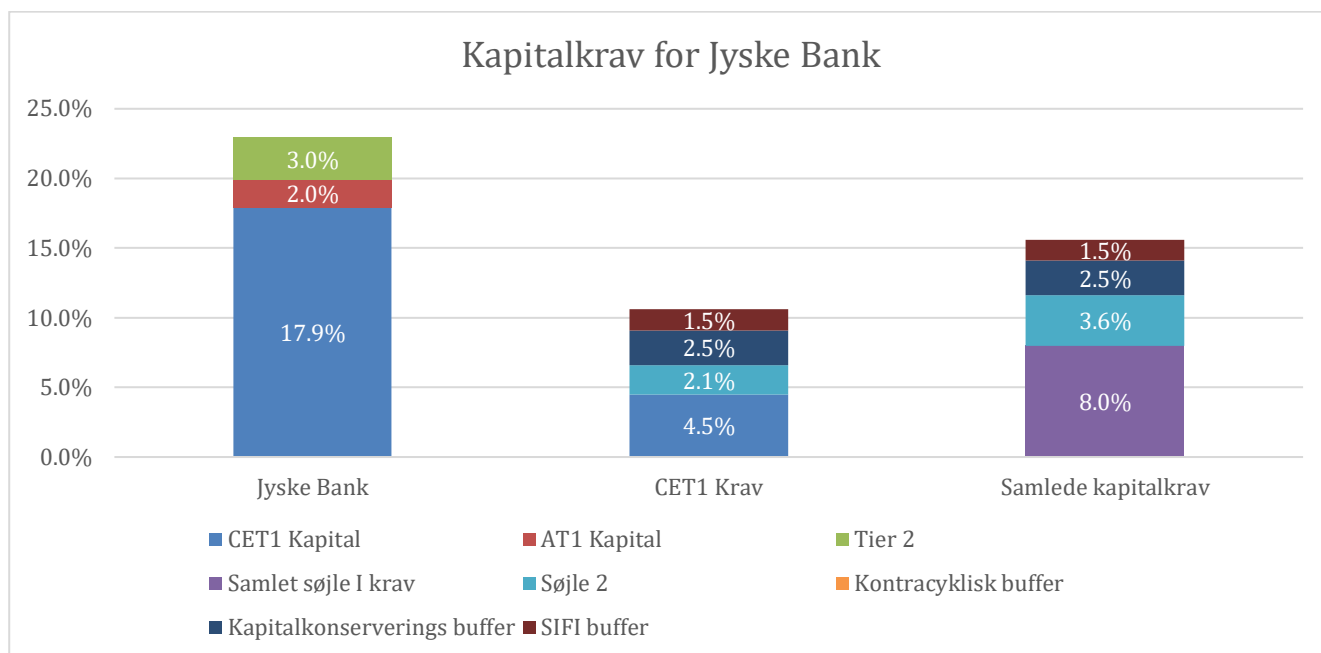
For bufferkravene er, det første bufferkrav, kapitalbevaringsbufferen, ens for alle, så for Jyske Bank vil det også betyde 2,5% af den samlede risikoeksponering. Rammen for den kontracykliske buffer er mellem 0%-2,5% alt efter konjekturene i samfundet. I 2019 havde Jyske Bank en buffer på 1%, men denne blev indløst i foråret 2020, for at modvirke virkningerne af COVID-19 og konsekvenserne af den delvise nedlukning i samfundet. Derfor fylder den kontracykliske buffer i Jyske Bank 0% i 2020.

SIFI-bufferen er som nævnt tidligere fastsat til 1%-3,5%, og skal udelukkende bestå af CET1 kapital. For Jyske Bank i 2020 lå denne på 1,5%, hvilket er det halve af hvad den selv samme buffer i Danske Bank bestod af.

De tre ovenstående buffere giver et samlet bufferkrav på 4% for Jyske Bank, som fuldt ud skal dækkes af CET1 kapital. Det samlede CET1 kapitalkrav øges fra de 4,5% til 10,6%, som er 2,6%

³⁴⁴ Kilde: (Jyske Bank, 2021).

lavere end for Danske Bank. Det samlede kapitalkrav for Jyske Bank er dermed 15,6%, som med sin faktiske kapitalprocent på 22,9% stadig overholder kravet med en større margin.



Figur 13: Samlede kapitalkrav (Jyske Bank)

4.2.3 Skattemæssige betragtninger

Selvom vi i afsnit 4.2.1.4 ovenfor viste, hvordan de samlede kapitalomkostninger før skat ikke ændrede sig på trods af tilføjelsen af AT1 kapital til kapitalstrukturen, er der dog en mulig forklaring på hvorfor alligevel kan være attraktivt. Forskellige former for kapital behandles nemlig forskelligt skattemæssigt, hvilket vil have en indvirkning på omkostningerne ved kapitalen, da omkostningerne på visse former for kapital er fradragsberettigede skattemæssigt. Herved vil det være muligt at reducere ens kapitalomkostninger ved at skifte CET1 kapital ud med en skattemæssigt fradragsberettiget form for kapital, da forøgelsen i kapitalomkostningerne for CET1 kapitalen ikke opvejer den besparelse der opnås gennem skattefradraget.³⁴⁵ Denne besparelse benævnes normalvis som ”skatteskjoldet”. For at vise, hvordan de skattemæssige forhold påvirker kapitalomkostningerne, starter vi med at vise, hvordan disse påvirker den samlede værdi af pengeinstituttet.

³⁴⁵ (Brealey, et al., 2020), s. 467f.

4.2.3.1 Afledte effekter af finansieringen

Anvender vi en Adjusted Present Value (APV) tilgang, kan værdien af virksomheden opgøres som:

$$V_L = V_U + PV(\text{Financing side effects})$$

Hvor V_L er værdien af en gearet virksomhed og V_U værdien af en virksomhed, der udelukkende finansierer sig med egenkapital. $PV(\text{Financing side effects})$ er nutidsværdien af de virkninger, som finansieringen med gæld medfører. Vi har valgt her alene at fokusere på den skattemæssige virkning i medfør af skatteskjoldet.³⁴⁶

For at finde V_U diskonteres de forventede fremtidige (unlevered) cash-flows med kapitalomkostningerne uden skat, som vi har fundet frem til i afsnit 4.2.1.3 ovenfor. I (Modigliani & Miller, 1963) opgøres værdien af skatteskjoldet som $D * T_c$ hvor D er værdien af gælden og T_c skattesatsen. At opgøre værdien af skatteskjoldet som dette forudsætter dog, at mængden af gæld er uændret i al fremtid, og at risikoen af skatteskjoldet derfor er lig risikoen af gælden.³⁴⁷ Dette forekommer dog urealistisk for pengeinstitutter, da kapitalkravet jo opgøres i forhold til den samlede risikoeksponering. Hvis denne ændrer sig, vil den krævede mængde af kapital også ændre sig.³⁴⁸ Pengeinstitutter vil således rebalancere deres gælds niveau, således at de altid har en given mængde egen- og fremmedkapital. Når dette er tilfældet, vil risikoen af skatteskjoldet i stedet være lig risikoen af aktiverne. Hertil viser (Miles & Ezzell, 1980), at man – i stedet for at opgøre værdien af V_U og værdien af skatteskjoldet selvstændigt – kan finde værdien af V_L ved at diskontere virksomhedens (levered) cash-flows med efter-skat WACC.

4.2.3.2 Kapitalomkostninger efter skat

Ved udregningen af WACC ovenfor tog vi dog ikke højde for den skattemæssige forskel mellem de forskellige former for kapital, men dette vil vi gøre her. Vi vil her opgøre WACC med og uden skattemæssigt fradrag for de løbende betalinger på AT1 kapital. WACC, når betalingerne på AT1 kapitalen er fradragsberettiget kan opgøres som:

³⁴⁶ Følger man trade-off teorien vil andre virkninger eksempelvis være bankruptcy costs, herunder debt overhang problemet og/eller omkostninger forbundet med at være i finansielle problemer.

³⁴⁷ (Nyborg & Cooper, 2007).

³⁴⁸ Den samlede risikoeksponering er ikke nødvendigvis korreleret med mængden af kapital til brug af fastsættelsen af kapitalomkostningerne, da passiverne godt kan øges uden at risikoeksponeringen tillige øges. Vi betragter det dog som værende tilfældet på et overordnet plan.

$$WACC = r_e \frac{E}{V} + r_{AT1}(1 - T_c) \frac{AT1}{V} + r_d(1 - T_c) \frac{D}{V}$$

Definitionerne er de samme som i afsnit 4.2.1.3 ovenfor med T_c som selskabsskattesatsen på 22%.

For WACC uden fradrag for betalingerne på AT1 kapitalen hedder den i stedet:

$$WACC = r_e \frac{E}{V} + r_{AT1} \frac{AT1}{V} + r_d(1 - T_c) \frac{D}{V}$$

Fra vores analyse i afsnit 4.2.1 ovenfor kender vi omkostningerne ved henholdsvis CET1 og AT1 kapital, og vi forudsætter igen at alle former for gæld rangerende over AT1 kapitalen er risikofrie. Da vi således kender alle de individuelle kapitalomkostninger, kan vi opgøre WACC for de to virksomheder.

4.2.3.2.1 Danske Bank

$$\begin{aligned} WACC &= 9,06\% * \frac{DKK 106,57 \text{ mia.}}{DKK 4,028 \text{ bio.}} + 2,65\% * (1 - 22\%) * \frac{DKK 19,064 \text{ mia.}}{DKK 4,028 \text{ bio.}} + (-0,12\%) \\ &\quad * (1 - 22\%) * \frac{DKK 3,902 \text{ bio.}}{DKK 4,028 \text{ bio.}} = 0,159\% \end{aligned}$$

Den tilsvarende udregning, hvor der ikke er fradrag for omkostningerne på AT1 kapital, giver en WACC på 0,162%; en forskel på 0,3 bps, der svarer til en stigning på omkring 2%

4.2.3.2.2 Jyske Bank

$$\begin{aligned} WACC &= 7,09\% * \frac{DKK 21,98 \text{ mia.}}{DKK 661,4 \text{ mia.}} + 3,07\% * (1 - 22\%) * \frac{DKK 3,435 \text{ mia.}}{DKK 661,4 \text{ mia.}} + (-0,12\%) * (1 - 22\%) \\ &\quad * \frac{DKK 636 \text{ mia.}}{DKK 661 \text{ mia.}} = 0,158\% \end{aligned}$$

Den tilsvarende udregning, hvor der ikke er fradrag for omkostningerne på AT1 kapital, giver en WACC på 0,162%; en forskel på 0,4 bps, der svarer til en stigning på lidt over 2%.

4.2.3.2.3 Opsummering

Vi finder, at der er en forholdsvis ubetydelig virkning på bankernes samlede kapitalomkostninger som følge af, at der ikke længere er fradrag for de løbende betalinger på

AT1 kapital. Dette skyldes navnligt, at deres WACC primært er bestemt af den betydelige gældsandel, som medregnes til den risikofrie rente.

4.2.3.3 Effekterne på kapitalomkostningerne af skattefradraget

Vi vender nu tilbage til hvordan beskatningen af de forskellige former for kapital påvirker den kapitalomkostningerne, da vores gennemgang af kapitalforholdene i afsnit 4.2.2 ovenfor viser, at der benyttes mere AT1 kapital end krævet. Følgende observation kan gøres i den forbindelse:

$$WACC = r_e \frac{E}{V} + r_{AT1}(1 - T_c) \frac{AT1}{V} + r_d(1 - T_c) \frac{D}{V}$$

hvilket kan omskrives til:

$$WACC = r_e \frac{E}{V} + r_{AT1} \frac{AT1}{V} + r_d \frac{D}{V} - r_{AT1} T_c \frac{AT1}{V} - r_d T_c \frac{D}{V}$$

De første tre led af WACC m. skatter er således lig WACC uden skatter, hvilket er lig kapitalomkostningerne fundet i afsnit 4.2.1.3 ovenfor. Selvom man tilføjer skatter, forbliver dette led altid det samme, og den eneste måde hvorpå man kan sænke WACC er derfor ved at have mere af de fradragsberettigede former for kapital.³⁴⁹ Når man fjerner skattefradraget for AT1 kapital hæver det derfor de samlede kapitalomkostninger for pengeinstitutterne og medfører, at pengeinstitutterne fremadrettet vil være indifferente mellem at udstede CET1 og AT1 kapital, da deres kapitalomkostninger forbliver de samme uanset hvilken kapitalform de vælger.

4.2.3.3.1 Er fradragsberettiget kapital altid fordelagtigt?

Vi kan se ovenfor, at måden hvorpå virksomheder kan sænke deres WACC, og derved hæve deres værdi er ved at have mest muligt af den form for kapital, som er skattemæssigt fradragsberettiget. Dette er dog en sandhed med modifikationer. Det er rigtigt, at gæld og egenkapital behandles forskelligt på virksomhedsniveau med den følge, at kapitalomkostningerne for gæld kan fradrages. Denne pointe tager dog ikke højde for det faktum, at gæld og egenkapital også behandles forskelligt hos investorerne. De fleste skattesystemer, herunder det danske, sonderer nemlig mellem indkomst fra aktier og indkomst fra fordringer. Til dette viser (Miller, 1977), at når skatten på kapitalindkomsten er tilstrækkeligt høj relativt til selskabsskatten og skatten på aktieindkomst, vil den

³⁴⁹ (Berk & DeMarzo, 2016), s. 558f.

skattemæssige fordel ved finansiering med gældskapital forsvinde – på trods af at omkostningerne til gælden er fradragsberettiget skattemæssigt for selskabet. Den kapitalstruktur, der maksimerer virksomhedens værdi, vil derfor også afhænge af investorbeskatningen, og vil være den kapitalstruktur, hvor der betales mindst muligt samlet skat.³⁵⁰

En analyse af enkelte virksomheders fordel ved gældsfinansiering afhænger af den marginale investors skattesats for henholdsvis aktie- og kapitalindkomst. Dette er en praktisk umulighed at finde, og derfor vil vi ikke forsøge dette. Vi kan dog, på baggrund af de generelle skattesatser for selskabsskat, aktie- og kapitalindkomst vise, hvordan fordelene ved fradragsberettiget gældsfinansiering vil være. Denne fordel kaldes den reelle skattefordel ved gæld³⁵¹, og kan forklares på følgende måde: En virksomhed har valget mellem at udbetale 1 kr. til henholdsvis investorerne i aktierne eller gælden. Udbetaler den beløbet til investorerne i gælden er omkostningen fradragsberettiget, hvorimod man ved udbetaling³⁵² af beløbet til investorerne i egenkapitalen skal betale selskabsskat. Når de respektive investorer modtager beløbet fra selskabet, skal der herefter betales enten aktie- eller kapitalindkomst af beløbet. Den reelle skattefordel (T^*) er det som virksomheden kan betale mindre til investorerne i gælden for, at de modtager det samme beløb som investorerne i egenkapitalen, når alle skatter er betalt, og kan derfor opgøres som:³⁵³

$$(1 - T^*)(1 - T_p) = (1 - T_c)(1 - T_{pE}) \Rightarrow T^* = 1 - \frac{(1 - T_c)(1 - T_{pE})}{(1 - T_p)}$$

hvor T_c er selskabsskattesatsen, T_{pE} er skattesatsen for aktieindkomst og T_p skattesatsen for kapitalindkomst. Såfremt der ikke er fradrag for udlodningerne på AT1 kapitalen, kan T_c sættes lig 0.³⁵⁴ Indsættes skattesatserne fra afsnit 3.2.2.4 ovenfor, får vi:

³⁵⁰ (Brealey, et al., 2020), s. 480.

³⁵¹ Engelsk: “effective tax advantage on debt” eller “relative tax advantage of debt”.

³⁵² Det behøver teknisk set ikke at være udbetaling i form af udbytte. Det kan også være valget af ikke at udbetale noget, og i stedet anvende beløbet i driften af virksomheden, hvilket øger aktiekursen. Gevinst- og tab på aktier behandles ens skattemæssigt som udbytte, så vi behøver ikke tage højde for forskelle i procenterne til disse to tilfælde. At inkludere gevinst og tab betyder også, at vi forudsætter at dette lagerbeskattes.

³⁵³ (Berk & DeMarzo, 2016), s. 565.

³⁵⁴ Da ligningen for at udregne den reelle skattefordel i så fald bliver $(1 - T^*)(1 - T_c)(1 - T_p) = (1 - T_c)(1 - T_{pE}) \Rightarrow (1 - T^*)(1 - T_p) = (1 - T_{pE}) \Rightarrow T^* = 1 - \frac{1 - T_{pE}}{1 - T_p}$, hvilket er lig ovenstående ligning når $T_c = 0$.

		Aktieindkomst				Aktieindkomst	
		27%	42%			27%	42%
Kapitalindkomst	25,60%	23,47%	39,19%	Kapitalindkomst	25,60%	1,88%	22,04%
	33,60%	14,25%	31,87%		33,60%	-9,94%	12,65%
	37,70%	8,60%	27,38%		37,70%	-17,17%	6,90%
	42,70%	0,63%	21,05%		42,70%	-27,40%	-1,22%

Figur 14: Reel skattefordel ved gældsfinansiering (med fradrag (venstre) og uden fradrag (højre))

Vi kan se, at givet de danske satser for aktie- og kapitalindkomst, vil der altid være en fordel ved gældsfinansiering, om end den næsten vil være elimineret, hvis investorerne betaler den højeste kapitalindkomstsats og den laveste aktieindkomstsats. Når man fjerner fradraget for omkostningerne ved gældsfinansiering, fjerner man fordelene ved gældsfinansiering i de tilfælde hvor kapitalindkomsten overstiger aktieindkomsten, men ikke i de tilfælde hvor aktieindkomsten overstiger kapitalindkomsten. Virksomheden kan således stadig have en fordel ved gældsfinansiering, selvom der ikke er et skattemæssigt fradrag for selskabet.

I valget af et selskabs kapitalstruktur kan en ejeejer således strukturere kapitalen ved gæld eller egenkapital efter hvad der maksimerer hans efter-skat indkomst. Lige så snart, at der kommer flere investorer til, bliver det dog sværere at gennemskue hvilken kapitalstruktur, der vil maksimere efter-skat indkomsten, da det forudsætter, at man kender den marginale skattesats for investorerne. Forskellen i beskatning af investorerne vil dog vise sig i de nuværende kapitalomkostninger,³⁵⁵ og dette kan derfor muligvis forklare, hvorfor omkostningerne på CET1 og AT1 kapitalen adskiller sig trods den forholdsvis ens risiko.³⁵⁶ Vi vil dog ikke behandle dette yderligere.

4.2.4 Konsekvenserne af lovændringen

4.2.4.1 Formålet med loven

Da de danske myndigheder ophævede særreglen for finansielle virksomheder, hvor der var et sikkert fradrag for de løbende betalinger på AT1 kapital, var det blandt andet med formålet, at man dermed ville fjerne incitamentet til at finansiere sig med fremmedkapital fremfor egenkapital.³⁵⁷ Som vi har vist ovenfor, vil det faktum, at man har fjernet fradraget, medføre,

³⁵⁵ (Berk & DeMarzo, 2016), s. 704.

³⁵⁶ Se hertil (Miller, 1977).

³⁵⁷ Jf. afsnit 3.1.1.3 ovenfor.

at det bliver mindre attraktivt at finansiere sig med AT1 kapital, da man ikke længere kan reducere kapitalomkostningerne gennem at skifte CET1 kapital ud med AT1 kapital. På den front er formålet med loven opnået.

Lovændringen medfører dog ikke, at det bliver mere attraktivt at finansiere sig med CET1 kapital i stedet for AT1 kapital, da de samlede kapitalomkostninger ikke påvirkes af blandingen af ikke-fradragsberettiget kapital. Ved at fjerne det skattemæssige fradrag for AT1 kapital, har man derfor alene hævet kapitalomkostningerne for pengeinstitutterne gennem et mistet skatteskjold.

4.2.4.2 Hvilke konsekvenser har øgede kapitalomkostninger?

Øgede kapitalomkostninger for pengeinstitutter er hovedsageligt blevet undersøgt i forhold til hvad der ville ske, hvis man øgede kapitalkravene for finansiering med egenkapital for pengeinstitutterne. Denne effekt ses repræsenteret på to forskellige måder: (i) i (Dick-Nielsen, et al., 2021) fremhæver forfatterne, at de øgede kapitalomkostninger kommer af det skatteskjold, som pengeinstituttet mister, når de skal benytte mere egenkapital; og (ii) i (Baker & Wurgler, 2015) finder forfatterne, at finansiering med egenkapital øger de samlede kapitalomkostninger, da afkastkravet til aktierne udviser en "low-risk anomaly". Herved viser den reducerede risiko, som følge af den ekstra egenkapital, sig ikke fuldstændigt på kapitalomkostningerne.

I (Dick-Nielsen, et al., 2019) vises det, at pengeinstitutters værdi vil falde med omkring 2 procentpoint, hvis kapitalkravet til CET1 kapital hæves med 10%, som følge af det reducerede skatteskjold. Da vi finder, at WACC vil forøges med ca. 2% som følge af det manglende rentefradrag på AT1 kapital, vil det også have en lignende effekt på pengeinstitutternes værdi. I (Dick-Nielsen, et al., 2019) finder forfatterne dog, at faldet kun medfører en stigning i udlånsrenten på gennemsnitligt 8 basispoint,³⁵⁸ hvilket er en forholdsvis lille effekt.

Vi vil derfor i stedet se nærmere på den grundlæggende antagelse bag formålet med loven; at finansiering med en større andel af egenkapital skulle være godt for pengeinstitutter og samfundet.

³⁵⁸ Se desuden henvisningerne i artiklen, hvor de forskellige undersøgelser på dette område gennemgås.

4.2.4.3 Pengeinstitutters finansiering med egen- og fremmedkapital

De fleste offentlige og akademiske argumenter omkring strammere krav til egenkapitalen for banker refererer til, at det skaber lånerestriktioner,³⁵⁹ og ikke meget siges om de potentielle effekter på kvaliteten af banksektoren. (Barth & Seckinger, 2018) mener, at da banker differentierer sig på at finde gode investeringsmuligheder, vil højere kapitalkrav føre til, at den gennemsnitlige kvalitet i banksektoren reduceres. Deres vinkel på problemstillingen er, hvordan den finansielle sektor bliver negativt påvirket af et øget krav til egenkapitalen. Deres analyse konkluderer tre afledte effekter: (i) da egenkapital er dyr, kan de eksisterende banker ikke absorbere det overskydende udbud af gæld, hvilket vil sænke renten; (ii) grundet et begrænset ansvar vil den traditionelle ”skin in the game” effekt opstå, der reducerer bankernes incitament til at engagere sig i højrisiko projekter; og (iii) den faldende rente på gæld vil endvidere svække moral hazard adfærd for banker, da det tilskynder dem at vælge projekter med lavere risiko.

Her mener (Lutz, 2016), at denne negative påvirkning af et øget kapitalkrav for SIFI-institutter kun vil være på kort sigt. Han estimerer, at SIFI-institutters afkast på den korte bane vil falde mellem 0,51-0,74%, men at markedet efterfølgende vil reagere på dette med en korrektion, og afkast vil vende tilbage til normalen. Derudover peger Lutz’ resultater mod, at et øget kapitalkrav ikke vil have en økonomisk indvirkning på rentesatserne på centrale finansielle markeder. Øgede kapitalkrav fører ifølge (Fraissee, et al., 2020) til en signifikant ændring i bankernes lånekapacitet. De finder, at en given ændring i kapitalkrav er i overensstemmelse med en ”credit multiplier” model, hvor udlån er en konstant multiplikator af den tilgængelige egenkapital. Ved en forøgelse af kapitalkravene på 1%, vil bankerne sænke deres udlån med 2,1%-4,5%, som for virksomheder fører til, at deres anlægsaktiver falder med 1,1%, deres investeringer falder med 2,7%, og den samlede beskæftigelse vil ligeledes falde med 0,8%.

Diskussion kan også gribes an fra den modsatte side, hvor man kan vurdere hvilke konsekvenser, det vil have, hvis man sænkede kapitalkravene, og dermed implicit gjorde det

³⁵⁹ For eksempel i 2009, hvor Ackermann, tidligere CEO i Deutsche Bank, sagde i et interview at “more equity might increase the stability of banks. At the same time however, it would restrict their ability to provide loans to the rest of the economy,”). På den anden side, pointerer Admati et al. (2011) at de almene argumenter imod for meget egenkapital ofte enten er fejlslutninger, irrelevante fakta, eller endda myter. De hævder især at højere kapitalkrav ikke tvinger banker til at reducere deres låneaktiviteter, da en højere regulatorisk egenkapital ikke kræver, at bankerne afsætter kapital eller holder yderligere reserver.

mere attraktivt at finansiere sig med fremmedkapital. Dette vinkel har (Rangvid, et al., 2018) blandt andet taget i deres artikel. Her vil et sænket krav til egenkapitalen først og fremmest føre til en stigning i antallet af udlån, hvilket er særligt ideelt i krisetider. Hvis den nuværende Covid-19 krise havde varet i flere år, skulle kapitalkravene til banker nok revurderes, for at få det optimale ud af situationen. Ulempen ved lavere kapitalkrav ville være, at den ville blive ledsaget af en højere gearingsgrad på grund af et lavere beløb til Tier 1 kapitalen.

Det er derfor omdiskuteret præcis hvilke effekter øgede krav til egenkapital i pengeinstitutter vil have. Fokus fra banksektoren har primært været på, at det ved øgede kapitalkrav bliver sværere/dyrere at drive bankvirksomhed. Øgede kapitalkrav leder dog også til en anden konsekvens, nemlig at pengeinstitutters finansielle stilling og dermed deres rating forbedres.

Når pengeinstitutter får øget deres rating, giver det dem mulighed for at få bedre fundingvilkår, hvilket typisk materialiserer sig i, at omkostningerne herved bliver lavere. Dette viser sig særligt i krisetider, hvor bankens fortsatte overlevelse kan afhænge af hvor gode fundingvilkår og rating de har. Måske er det også her, at vi skal finde svaret på hvorfor AT1 kapital er blevet set som en fordelagtig måde at finansiere sig på. Ved at rejse AT1 kapital i gode tider, kan pengeinstitutterne nemlig sikre sig mod nogle problemerne med at rejse ny kapital i krisetider. En nedskrivningsklausul medfører, at der ikke sker samme formueoverførsel fra aktionærer til gældsindehavere, når man rejser ny egenkapital, som ved almindelig gæld. Konverteringen vil ligeledes gøre det nemmere at rejse kapital i krisetider fordi konverteringen forbedrer passivsiden. En videre analyse af ovenstående problemstillinger falder dog uden for denne opgaves fokus og må betragtes som et punkt for fremtidig forskning.

4.3 Delkonklusion

På trods af den ekstra beskatning, som der er blevet pålagt investeringsforeninger, når de investerer i AT1 instrumenter gennem FoF-strukturer, kan vi se, at der stadig investeres i AT1 i sådanne tilfælde. Grunden til, at der investeres i AT1 instrumenterne, er den særlige risiko, som er tillagt disse instrumenter. AT1 instrumenter har nemlig meget tilfælles med egenkapitalen, og risikoen på de to former for instrumenter minder meget om hinanden. Derfor er det svært at opnå samme risikoeksponering i ens portefølje, hvis man erstatter AT1 instrumenter med almindelige obligationer.

På udstedersiden vil risikoen ved AT1 instrumenterne materialiseres i de kapitalomkostninger, som pengeinstitutter har til deres AT1 kapital. I og med at risikoen for AT1 kapital minder meget om risikoen for CET1 kapital, er der en formodning for, at kapitalomkostningerne er omtrent de samme på de to former for kapital. Vores analyse viser dog, at dette ikke er tilfældet. Baseret på yilden på de AT1 instrumenter, som Jyske Bank og Danske Bank har udstedt, finder vi, at kapitalomkostningerne ved AT1 kapital ligger på 3,0742% for Jyske Bank og 2,647% for Danske Bank. Vores estimat for kapitalomkostningerne ved CET1 kapital ligger derimod på 8,80% for Danske Bank og 6,83% for Jyske Bank. Kapitalomkostninger ved CET1 kapital er derfor væsentligt højere end for AT1 kapital.

Selvom kapitalomkostningerne for AT1 kapital ligger under kapitalomkostningerne for CET1 kapital, gør dette i sig selv ikke AT1 kapital til et mere attraktivt finansieringsmiddel end CET1 kapital. Derimod har det hidtidige skattemæssige fradrag for de løbende betalinger på AT1 kapitalen medført, at pengeinstitutterne har kunne sænke deres samlede kapitalomkostninger ved at have så meget AT1 kapital som muligt i kapitalstrukturen. Vi finder, at man ved at fjerne det skattemæssige fradrag for de løbende betalinger på AT1 kapital har hævet kapitalomkostningerne for pengeinstitutterne med omkring 2%. Det er dog uklart, hvilke konsekvenser øgede kapitalomkostninger vil have for pengeinstitutterne og samfundet som helhed.

5 Konklusion

Som følge af pengeinstitutters særegne virksomhedsform er der fra lovgivers side af blevet stillet krav til disses solvens, således at de kan absorbere løbende tab på driften, uden at dette påvirker de længerevarende udsigter. Reglerne for dette er fastsat i FIL og CRR, hvoraf det blandt andet fremgår, at pengeinstitutter og andre finansielle virksomheder kan medregne visse former for gældskapital som egenkapital. En af disse former for gældskapital er AT1 kapital, som er gældskapital, der udstedes som uamortisable obligationer med en diskretionær ret for udsteder til at betale de løbende betalinger i form af renter på hovedstolen.

Siden reglerne om AT1 kapital blev indført i dansk ret har der været tvivl om, hvorledes dette skulle behandles skattemæssigt, da der er tale om et gældsinstrument med egenkapitallignende egenskaber. Denne tvivl blev afklaret ved at indføre en særregel for finansielle virksomheder, således at AT1 kapital blev sidestillet med gæld skattemæssigt. Fra 1. januar 2020 blev denne regel dog ophævet, og finansielle virksomheder blev derfor efterladt i et tomrum omkring behandlingen af det allerede udstedte AT1 kapital. Fra både Skatterådet, Skattestyrelsen og lovgivers side af, er der blevet lagt op til, at AT1 kapital efter ophævelsen af særreglen ikke skulle behandles som gæld skatteretligt. Vores analyse finder dog, at AT1 kapital skatteretligt må kvalificeres som gæld. Da obligationerne ved udstedelse har sammenfald mellem debitor og kreditor, kan der ikke være tale om en formuegenstand for udsteder grundet konfusion. Når udsteder modtager et pengebeløb, som ikke er vederlag for salg af en formuegenstand, vil der i stedet enten være tale om et tilskud eller et lån. Retspraksis omkring denne afgrænsning viser, at den civilretlige kvalifikation af forholdet lægges til grund skatteretligt, medmindre det på udbetalingstidspunktet stod klart, at låntager ikke kunne tilbagebetale lånet eller, at parterne ikke har indrettet sig efter et låneforhold. Ingen af delene er tilfældet for AT1 kapital, og når parterne derfor kvalificerer forholdet som et lån civilretligt, må dette også være kvalifikationen skatteretligt.

På baggrund af kvalifikationen finder vi, at de løbende betalinger må betragtes som renter skatteretligt, da udgør et periodisk vederlag som en bestemt procentdel og at gældsforholdet indeholder en retligt bindende forpligtelse til at forrente og betale gælden. Derudover vil gevinst og tab på obligationerne skulle behandles efter KGL, da hovedstolen udgør en fordring omfattet af denne. For udsteder betyder dette, at de kan fradrage de løbende betalinger i indkomstopgørelsen i medfør af SSL § 6, stk. 1, litra e, mens de skal medregne gevinst og tab

på obligationerne efter KGL § 6. Behandlingen af afkastet for investorerne vil variere, da beskatningen baserer sig på investorernes konkrete skattemæssige forhold, og denne kan derfor ikke opgøres lige så entydigt.

Kvalifikationen skaber især problemer ved investeringer, der foregår indirekte gennem afdelinger af investeringsforeninger og ved afdelinger af investeringsforeninger, der investerer i andre afdelinger af investeringsforeninger (funds-of-funds strukturer). Ved Skattestyrelsens praksis bliver disse strukturer pålagt en ekstra skattebetaling, som gør det mindre fordelagtigt at investere i AT1 instrumenter, når de indgår i funds-of-funds strukturer. Den skattemæssige ændring har dog ikke i praksis stoppet afdelinger af investeringsforeninger, som indgår i funds-of-funds strukturer i at investere i AT1 instrumenter. Vi mener, at dette skyldes den særegne risikoeksponering investorer kan opnå ved investering i AT1 instrumenter, som ikke kan repliceres ved almindelige obligationer. Derfor kan AT1 instrumenterne stadig være optimale at inkludere i porteføljen trods den ekstra skattebetaling for visse investorer.

Risikoen ved AT1 instrumenter minder nemlig mere om risikoen ved egenkapital end ved almindelig gæld. Trods den sammenlignelige risiko adskiller AT1 kapital sig fra egenkapital i forhold til investorernes forventede afkast. Vores analyse finder, at det forventede afkast ved investering i Danske Banks og Jyske Banks udestående AT1 instrumenter ligger på henholdsvis 3,074% og 2,647%, mens det forventede afkast på egenkapitalen ligger på henholdsvis 8,80% og 6,83%. For udstederne betyder dette, at kapitalomkostningerne ved AT1 kapital er væsentligt lavere end ved CET1 kapital. De samlede kapitalomkostninger bærer dog præg af, at pengeinstitutternes finansiering sker hovedsageligt ved gæld, som medtages til den risikofrie rente. Konkret finder vi, at de samlede kapitalomkostninger med fradrag for AT1 kapital for Danske Bank ligger på 0,159% mens de for Jyske Bank er 0,158%. Når vi fjerner skattefradraget for de løbende betalinger på AT1 kapital stiger kapitalomkostningerne for begge til 0,162%, en stigning på omkring 2%.

Litteratur

- Altavilla, C. et al., 2021. Measuring the cost of equity of euro area banks. *European Central Bank: Occasional Paper Series*, Januar.
- Andrew Ang m.fl., 2008. Do Funds-of-Funds Deserve Their Fees-on-Fees?. *NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH*, Issue , pp. 1-32.
- Autrup, S. L. & Hensch, J. L., 2020. Do equity prices reflect the ultra-low interest rate environment?. *Economic Memo, Danmarks Nationalbank*, 27 Februar, pp. 1-21.
- Baker, M. & Wurgler, J., 2015. Do Strict Capital Requirements Raise the Cost of Capital? Bank Regulation, Capital Structure, and the Low-Risk Anomaly. *he American Economic Review*, Maj, pp. 315-320.
- Baldvinsson, C., 2011. *Dansk Bankvæsen*. København: Karnov Group.
- Barfield, R., 2011. *A practioner's guide to Basel III and beyond*. London: Sweet & Maxwell.
- Barth, A. & Seckinger, C., 2018. Capital regulation with heterogeneous banks – Unintended consequences of a too strict leverage ratio. *Journal of Banking and Finance*, Årgang 88, pp. 455-465.
- Børjesson, J., Oreby Hansen, A. & Peytz, H., 2014. *Kursgevinstloven med kommentarer*. København: Jurist- og Økonomforbundet.
- Bechmann, K. L., Grosen, A. & Raaballe, J., 2013. Højere kapitalkrav løfter krav til indtjening i den finansielle sektor – en replik. *Finans/Invest*, No. 5, pp. 13-19.
- Bergenfelt, K., 2016. *Beskatning af finansielle selskaber*. 1 red. København: Karnov Group Denmark A/S.
- Bergenfelt, K. & Petersen, M., 2014. *Håndbog om beskatning af investeringsforeninger og deres investorer*. København: Karnov Group Danmark A/S.
- Bergenfelt, K. & Winther Jensen, T., 2013. *Pensionsafkastbeskatningsloven med kommentarer*. København: Karnov Group Denmark A/S.
- Berk, J. & DeMarzo, P., 2016. *Corporate Finance*. Harlow: Pearson Education UK.
- Bjare, P. R., SR.2020. Hybrid kernekapital - det tredje skattebud - finansiell kontrakt?. *SR-Skat Taxo*, 237(), p. 237.
- Blume, P., 2019. *Retssystemet og juridisk metode*. København: Jurist- og Økonomforbundet.
- Brands & Gallagher, 2005. Portfolio selection, diversification and fund-of-funds; a note. *School of Banking and Finance*, (45), pp. 185-198.
- Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen, F., 2020. *Principles of Corporate Finance*. 13. Udgave red. New York: McGraw-Hill Education.

- Bryde Andersen, M. & Lookofsky, J., 2010. *Lærebog i obligationsret I: Ydelsen, Beføjelser*. København: Thomson Reuters Professional A/S.
- Bundgaard, J., 2004. Tilskud som skatteretlig konstruktion. *Skattepolitisk oversigt*, (), p. 355.
- Bundgaard, J., 2006. *Skatteret & Civilret: et bidrag om skatte- og civilrettens interdisciplinære relationer til videreudvikling af skatterettens almindelige del*. København: Thomson.
- Bundgaard, J., 2017. *Hybrid Financial Instruments in International Tax Law*. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International BV.
- Bundgaard, J., 2019. AFSAGT: Hvor mange gange skal man gentage noget tvivlsomt, før det bliver rigtigt?. *Taxo*.
- Christensen, J. P., 2011. Skatteretten, Grundloven og Højesteret. I: *Festskrift til Jan Pedersen*. København: Jurist- og Økonomforbundet.
- Christensen, M., 2009. *Obligationsinvestering - Teoretiske overvejelser og praktisk anvendelse*. 7. udgave red. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- Christiansen, T. V., Bagge, T. & Jantzen, L., 2019. *Skat med omtanke: festskrift til advokat Tommy V. Christiansen*. København: Ex Tuto.
- Claus, J. & Thomas, J., 2001. Equity Premia as Low as Three Percent? Evidence from Analysts' Earnings Forecasts for Domestic and International Stock Markets. *The Journal of Finance*, Oktober, pp. 1629-1666.
- Corporate Finance Institute, 2017. *Corporate Finance Institute*. [Online] Available at: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/fund-of-funds-fof/> [Senest hentet eller vist den 23 April 2021].
- Damodaran, A., 2021. *Damodaran Online*. [Online] Available at: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> [Senest hentet eller vist den 28 April 2021].
- De Spiegeleer, J., Höcht, S., Marquet, I. & Schoutens, W., 2016. The Impact of a New CoCo Issuance on the Price Performance of Outstanding CoCos. I: K. Glau, Z. Grbac, M. Scherer & R. Zagst, red. *Innovations in Derivatives Markets*. s.l.:Springer International Publishing, pp. 405-419.
- De Spiegeleer, J., Schoutens, W. & Van Hulle, C., 2014. *The Handbook of Hybrid Securities*. 1. Udgave red. West Sussex: John Wiley & Sons Ltd. .
- Dick-Nielsen, J., Gyntelberg, J. & Thimsen, C., 2019. Bankers kapitalomkostninger - Hvad koster mere egenkapital for en bank?. *Finans/Invest*, April, pp. 26-31.

- Dick-Nielsen, J., Thimsen, C. & Gyntelberg, J., 2021. The Cost of Capital for Banks: Evidence from Analyst Earnings Forecasts. 25 Februar.
- ECB, 2018. *SSM thematic review on profitability and business models: Report on the outcome of the assessment*, s.l.: European Central Bank.
- ECB, 2021. *Supervisory Banking Statistics: Fourth quarter 2020*, s.l.: European Central Bank.
- Evald, J., 2016. *Juridisk teori, metode og videnskab*. København: Jurist- og Økonomiforbundet.
- Eyben, B. v., Mortensen, P. & Sørensen, I., 2014. *Lærebog i Obligationsret II: Personskifte i Skyldforhold, Fordringers Ophør*. København: Karnov Group.
- Eyben, W. v., 1991. *Juridisk Grundbog Bind 1: Retskilderne*. København: Jurist- og Økonomiforbundets Forlag.
- Fama, E., 1965. Random Walks in Stock Market Prices. *Financial Analysts Journal*, pp. 55-59.
- Fraisse, H., Lé, M. & Thesmar, D., 2020. The Real Effects of Bank Capital Requirements. *Management Science*, 66(1), pp. 5-23.
- FROB, 2017. [Online] Available at: https://www.frob.es/en/Lists/Contenidos/Attachments/419/ProyectedeAcuerdoreducido_EN_v1.pdf [Senest hentet eller vist den 12 Maj 2021].
- Gebhardt, W. R., Lee, C. M. C. & Swaminathan, B., 2001. Toward an Implied Cost of Capital. *Journal of Accounting Research*, Juni, pp. 135-176.
- Glistrup, M., 1957. *Skatteret*. København: G. E. C. Gads Forlag.
- Graham, J. R. & Harvey, C. R., 2001. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, Maj, pp. 187-243.
- Gregoriou, G. N., 2006. *Funds of Hedge Funds: Performance, Assessment, Diversification, and Statistical Properties*. 1. udgave red. Engelsk: Butterworth-Heinemann.
- Grinderslev, O. . J. & Kristiansen, K. L., 2017. *The Information Content in Contingent Convertible Bond Prices: Working Paper*, København: Danmarks Nationalbank.
- Hansen, J. L., 2005. *Sammenhænge mellem aktiekurser og obligationsrenter*, København: Nationalbanken.
- Hansen, L. L. & Werlauff, E., 2016. *Den juridiske metode: en introduktion*. København: Jurist- og Økonomiforbundet.
- Hemmingsen, K., 1987. *Skatteretten*. København: Nyt Nordisk Forlag.
- Hull, J. C., 2018. *Risk Management and Financial Institutions*. Hoboken: John Wiley & Sons.

- Ilmanten, A., 2003. Stock-Bond Correlations. *The Journal of Fixed Income*, Vol. 13, no. 2, September.
- Iversen, T., 2019. *Obligationsret 1. del*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- Jaworski, P., Liberadzki, K. & Liberadzki, M., 2017. How does issuing contingent convertible bonds improve bank's solvency? A Value-at-Risk and Expected Shortfall approach. *Economic Modelling*, Januar, pp. 162-168.
- Jyske Bank, 2021. *Risk and Capital Management 2020*, s.l.: Jyske Bank.
- King, M. R., 2009. The cost of equity for global banks: a CAPM perspective from 1990 to 2009. *BIS Quarterly Review*, September, pp. 59-73.
- Knudsen, C., 1994. *Økonomisk Metodologi bind 1: videnskabsteori og forklaringstyper*. 2. Udgave red. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- Knudsen, C., 1997. *Økonomisk Metodologi Bind 2: Virksomhedsteori og industriøkonomi*. 2. Udgave red. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- Kovner, A. & Van Tassel, P., 2020. Evaluating Regulatory Reform: Banks' Cost of Capital and Lending. *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, Juli.
- Kristensen, L. H., 2016. I: *Formueretlige Emner*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- Kure, H., 2018. *Finansieringsret*. København: Karnov Group.
- Langhave Jeppesen, I. et al., 2017. *Lærebog om Indkomstskat*. København: Jurist- og Økonomforbundet.
- Liberadzki, K. & Liberadzki, M., 2016. *Hybrid Securities: Structuring, Pricing and Risk Assessment*. 1. udgave red. New York: Palgrave Macmillan.
- Liberadzki, M. & Liberadzki, K., 2019. *Contingent convertible bonds, corporate hybrid securities and preferred shares*. 1. Udgave red. Cham: Palgrave Macmillan.
- Lintner, J., 1965. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review of Economics and Statistics*, Vol. 47, Issue 1, Februar, pp. 13-37.
- Lutz, C., 2016. Systematically Important Banks and Increased Capital Requirements in the Dodd-Frank Era. *Economic Letters*, 138(), pp. 75-77.
- Lynge Andersen, L. & Madsen, P. B., 2017. *Aftaler og Mellemænd*. København: Karnov Group.
- Markowitz, H., 1952. Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, Vol. 7, no. 1, Marts, pp. 77-91.
- Michael Stein m.fl., 2008. The world of funds of funds. *Investment Management and Financial Innovations*, 5(2), pp. 7-15.

- Michelsen, A., 2003. Indkomstbegrebet i Statsskatteloven. I: A. Michelsen, red. *Statsskattelovens 100-års jubilæum*. 1. udgave red. Danmark: Foreningen af Statsautoriserede revisorer, p. 36.
- Miles, D., Yang, J. & Marcheggiano, G., 2013. OPTIMAL BANK CAPITAL. *The Economic Journal*, Marts, pp. 1-37.
- Miles, J. A. & Ezzell, J. R., 1980. The Weighted Average Cost of Capital, Perfect Capital Markets, and Project Life: A Clarification. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, September, pp. 719-730.
- Miller, M. H., 1977. Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, Maj, pp. 261-275.
- Miller, M. H., 1995. Do the M&M propositions apply to banks?. *Journal of Banking & Finance*, pp. 483-489.
- Modigliani, F. & Miller, M. H., 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, Juni, pp. 261-297.
- Modigliani, F. & Miller, M. H., 1963. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, Juni, pp. 433-443.
- Mohanram, P. & Gode, D., 2013. Removing predictable analyst forecast errors to improve implied cost of equity estimates. *Review of accounting studies*, 1 Juni, pp. 443-478.
- Monsen, E., 2012. *Innføring i juridisk metode og oppgaveteknikk*. Oslo: Cappelen Damm AS.
- Myers, S. C., 2001. Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives*, pp. 81-102.
- Neergaard, U. & Nielsen, R., 2016. *EU ret*. København: Karnov.
- Niels Jørgen Krisensen m.fl., 2019. *Erhvervsbeskatning*. 2. udgave red. s.123-126: Djøf forlag.
- Nielsen, L. & Eklund, C., 2019. *Finansret: Bank, Realkredit, Investering, Pension*. København: Djøf.
- Nielsen, T., 2019(1965). *Indkomstbeskatnin Bind 1: Systematisk fremstilling af lovgivning og retspraksis på indkomstbeskatningens område*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- Nyborg, K. G., 1996. The use and pricing of convertible bonds. *Applied Mathematical Finance*, pp. 167-190.
- Nyborg, K. G. & Cooper, I., 2007. Valuing the debt tax shield. *Journal of applied corporate finance*, pp. 50-59.
- Nyborg, K. G. & Mukhlynina, L., 2016. The choice of valuation techniques in practice: education versus profession. *Swiss Finance Institute Research Paper Series no. 16-36*, Oktober.

- OECD, 2021. *Long-term real GDP forecast Denmark*. [Online] Available at: <https://data.oecd.org/gdp/real-gdp-long-term-forecast.htm#indicator-chart> [Senest hentet eller vist den 15 Maj 2021].
- Ohlson, J. A. & Juettner-Nauroth, B. E., 2005. Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value. *Review of Accounting Studies*, pp. 349-365.
- Pedersen, J., 2018. *Skatteretten 2*. København: Karnov Group.
- Pedersen, J., 2019. Kursgevinstlovens anvendelsesområde. I: T. Bagge & L. Jantzen, red. *Skat med Omtanke – festskrift til advokat Tommy V. Christiansen*. København: Ex Tuto Publishing A/S, pp. 387-403.
- Pedersen, J., Kerzel, M., Ferniss, J. & Hedegaard Eriksen, C., 2018. *Skatteretten 1*. København: Karnov Group Danmark A/S.
- Per Rolf Larssen & Rasmus G. Steffensen, 2015. Basel III i et europæisk perspektiv,. *Deloitte*, pp. 1-14.
- Peytavin, L., 2020. *The Daily Check-in*. [Online] Available at: <https://www.goldmansachs.com/insights/pages/measuring-the-equity-risk-premium.html> [Senest hentet eller vist den 28 April 2021].
- Ramskov, B., 2001. *Intern Selskabsomstrukturering*. 1. Udgave red. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- Rangvid, Kragh & Imbierowicz, 2018. Time-Varying Capital Requirements and Disclosure Rules: Effects on Capitalization and Lending Decisions. *Journal of Money, Credit and Banking*, 50(4), pp. 1-47.
- Ribau-Peltre, Damel & Lethi, 2018. A methodology to avoid over-diversification of funds of equity funds An implementation case study for equity funds of funds in bull markets. *HAL*, (), pp. 1-31.
- Risk and Capital Management Jyske Bank, 2020. *Risk and Capital Management 2020*, Jyske Bank, Danmark: Jyske Bank.
- Risk Management Danske Bank, 2020. *Risk Management*, Danmark: Danske Bank.
- Ross, A., 1971. *Om ret og retfærdighed: en indførelse i den analytiske retsfilosofi*. København: Nyt Nordisk Forlag.
- SEB, 2021. *Swap Rates*. [Online] Available at: <https://sebgrouppow.com/pow/wave/apps/SwapRates/Default.aspx> [Senest hentet eller vist den 15 Maj 2021].

Sharpe, W. F., 1964. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, vol. 19, no. 3, pp. 425-442.

Skatteministeriet, 2015. *Analyse af beskatningen af investeringsinstitutter og deres investorer*, København: Skatteministeriet.

Skatteministeriet, 2021. *Centrale skattesatser i skattelovgivningen 2018-2021*. [Online] Available at: <https://www.skm.dk/skattetal/satser/tidsserier/centrale-skattesatser-i-skattelovgivningen-2018-2021>

[Senest hentet eller vist den 15 maj 2021].

Skatteministeriet, 2021. *Marginalskatteprocenter 1993-2021*. [Online] Available at: <https://www.skm.dk/skattetal/satser/tidsserier/marginalskatteprocenter-1993-2021/>

[Senest hentet eller vist den 15 Maj 2021].

Skattestyrelsen, 2021. *Beløbssatser*. [Online] Available at: <https://www.skat.dk/SKAT.aspx?oId=2035568>

[Senest hentet eller vist den 15 Maj 2021].

So, E. C., 2013. A new approach to predicting analyst forecast errors: Do investors overweight analyst forecasts?. *Journal of Financial Economics*, Juni, pp. 615-640.

Stephen J. Brown m.fl., 2003. Fees on Fees in Funds of Funds. *NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH*, (), pp. 1-28.

Tamasauskas, A., 2006. *Erhvervslivets Låneoptagelse*. København: Gjellerup.

Tvarnø, C. D. & Nielsen, R., 2017. *Retskilder og Retsteorier*. København: Jurist- og Økonomiforbundets Forlag.

US Department of Treasury, 2021. *Daily Treasury Yield Curve Rates*. [Online] Available at: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/textview.aspx?data=yield>

[Senest hentet eller vist den 15. Maj 2021].

Ussing, H., 1940. *Enkelte Kontrakter*. København: Gads Forlag.

Ussing, H., 1946. *Dansk Obligationsret: Almindelig del*. København: Gads Forlag.

Ussing, H., 1950. *Aftaler paa formuerettens område*. København: Gads Forlag.

Vejledning om tilstrækkelig basiskapital og solvensbehov for pengeinstitutter Finanstilsynet, 2013. *Vejledning om tilstrækkelig basiskapital og solvensbehov for pengeinstitutter*, Danmark: Finanstilsynet.

Vinther, N., 2004. *Civilrettens styring af skatteretten*. København: Forlaget Magnus.

Wolinsky, J., 2020. *Forbes*. [Online]
Available at: <https://www.forbes.com/sites/jacobwolinsky/2021/04/22/funds-of-funds-had-an-incredible-2020-and-the-boom-is-continuing-this-year/>
[Senest hentet eller vist den 15 April 2021].

H. Krag Jespersen i U.1966B.149 – Unegotiable ejerpantebreve som gældsbreve ”af særlig beskaffenhed”

Aage Spang-Hansen i U.1987B.361 – Skattelovgivningens tilblivelse

I.A. Strobel i SR.1991.0377 – Forholdet mellem skatteret og privatret

Jan Pedersen i SR.1992.0101 – Mere om forholdet mellem skatteret og privatret

Poul Bostrup i SPO.1997.146 – Fikserede renter Området for beskatning af fikserede renter efter statsskattelovens § 4 i hovedaktionær- og koncernforhold efter de tre frifindende domme
TfS 2000,240 DEP

N. Mou Jacobsen i RR.SM.2000.194 – kommentarer til udvalgte afgørelser, Anerkendelse af lån i skatteretlig henseende

Gitte Skouby i TfS 2000, 500 – Varetilgodehavende eller lån – kommentarer til afgørelsen TfS 2000, 105 H

Nikolaj Vinther i U.2003B.180 – Lån, indskud og tilskud

Nikolaj Vinther i TfS 2003, 453 – Når civilretten fraviges i skatteretlig sammenhæng

Herman Federspiel i U.2004B.196 – Finansielle derivater – karakteristik og retlig regulering

Jacob Bundgaard i SPO.2004.355 – Tilskud som skatteretlig konstruktion

RR.9.2005.26 – Status på beskatningen af værdipapirer og gældsinstrumenter

Jacob Bundgaard i U.2006B.124 – Omkvalifikation af selskaber

Søren Friis Hansen og Jens Valdemar Krenchel i U.2006B.279 – Tû-Tû i skatteretten - En kommentar til Jakob Bundgaards artikel ovenfor s. 124ff

Retsakter

EU Lovgivning

CRR: Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 575/2013 af 26. juni 2013 om tilsynsmæssige krav til kreditinstitutter og investeringsselskaber og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012.

CRD IV: Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2013/36/EU af 26. juni 2013 om adgang til at udøve virksomhed som kreditinstitut og om tilsyn med kreditinstitutter og investeringsselskaber, om ændring af direktiv 2002/87/EF og om ophævelse af direktiv 2006/48/EF og 2006/49/EF.

CRR2: EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS FORORDNING (EU) 2019/876 af 20. maj 2019 om ændring af forordning (EU) nr. 575/2013 for så vidt angår gearingsgrad, net stable funding ratio, krav til kapitalgrundlag og nedskrivningsrelevante passiver, modpartskreditrisiko, markedsrisiko, eksponeringer mod centrale modparter, eksponeringer mod kollektive investeringsordninger, store eksponeringer og indberetnings- og oplysningskrav, og forordning (EU) nr. 648/2012.

KOMMISSIONENS DELEGEREDE FORORDNING (EU) Nr. 241/2014 af 7. januar 2014 om udbygning af Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 575/2013, for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder for kapitalgrundlagskrav for institutter.

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/65/EF af 13. juli 2009 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter).

MIFID II: EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU.

Danske love

Lov om Finansiell Virksomhed: Lov nr. 453 af 10. juni 2003 med senere ændringer som konsolideret i lovbekendtgørelse nr. 1447 af 11. september 2020 om finansiell virksomhed.

Konkursloven: Lov 1977-06-08 nr. 298 Konkursloven med senere ændringer som konsolideret ved Lovbekendtgørelse 2021-05-03 nr. 775 Konkurslov.

Ligningsloven: Lov 1942-12-19 nr. 517 om midlertidige Ændringer i Reglerne om Paaligning af Indkomst- og Formueskat til Staten med senere ændringer, som konsolideret ved Lovbekendtgørelse 2019-08-08 nr. 806 om påligningen af indkomstskat til staten.

Kursgevinstloven: 1997-06-10 nr. 439 om skattemæssig behandling af gevinst og tab på fordringer, gæld og finansielle kontrakter med senere ændringer, som konsolideret ved lovbekendtgørelse 2016-10-25 nr. 1283 om skattemæssig behandling af gevinst og tab på fordringer, gæld og finansielle kontrakter.

Statsskatteloven: Lov 1922-04-10 nr. 149 om indkomstskat til staten med senere ændringer.

Gældsbrevsloven: Lov 1938-04-13 nr. 146 om Gældsbreve med senere ændringer som konsolideret ved Lovbekendtgørelse 2014-03-31 nr. 333 om gældsbreve.

Aktieavancebeskatningsloven: Lov 2005-12-21 nr. 1413 om den skattemæssige behandling af gevinst og tab ved afståelse af aktier m.v. med senere ændringer som konsolideret ved Lovbekendtgørelse 2021-01-29 nr. 172 om den skattemæssige behandling af gevinst og tab ved afståelse af aktier m.v.

Personskatteloven: Lov 1986-03-19 nr. 151 om indkomstskat og formueskat for personer m.v. med senere ændringer som konsolideret ved Lovbekendtgørelse 2019-08-07 nr. 799 om indkomstskat for personer m.v.

Selskabsskatteloven: Lov 1960-06-11 nr. 255 om indkomstbeskatning af aktieselskaber m.v. med senere ændringer, som konsolideret ved Lovbekendtgørelse 2021-02-22 nr. 251 Selskabsskatteloven.

Kildeskatteloven: Lov 1967-03-31 nr. 100 om opkrævning af indkomst- og formueskat for personer m.v. (Kildeskat) med senere ændringer, som konsolideret ved Lovbekendtgørelse 2021-04-28 nr. 824 Kildeskatteloven.

Pensionsafkastbeskatningsloven: Lov 2007-12-19 nr. 1535 om pensionsafkastbeskatning med senere ændringer, som konsolideret ved Lovbekendtgørelse 2020-03-06 nr. 185 om pensionsafkastbeskatning.

Danske lovforslag

LFF 1997-03-13 nr. 194

L 60, Folketingsåret 2003/1

FT 2019-20 tillæg A L 22

L 233, Folketingsåret 2018-19

Administrative forskrifter

Cirkulære nr. 134 af 29-07-1992.

Cirkulære 2000-03-21 nr. 39 om lov nr. 386 af 2. juni 1999.

Juridisk Vejledning 2021-1

EU-Domstolens afgørelser

Van Gend en Loos mod Den Nederlandske
Finansforvaltning C-26/62

Andre

LSRM 1962,21
FM.2000.102/1.Ø (Fuldmægtigen)

Bilag 1

UDREGNING AF YTC FOR AT1 INSTRUMENTERNE

Jyske Bank:											
Instrument:	Par-værdi:	Pris:	Kuponrente	Kupon per år:	Kupon	perioder:	YTC:				
4,75%	100	109,3465	4,75%	2	2,375	13	3,149%	COMMAND:=RENTE(H4;G4;-D4;C4)*F4			
3m STIBOR + 5%	100	105,1855	4,97%	4	1,242	12	3,150%	COMMAND:=RENTE(H5;G5;-D5;C5)*F5			
3m CIBOR + 5,3%	100	99,99	5,09%	4	1,273	2	5,110%	COMMAND:=RENTE(H6;G6;-D6;C6)*F6			
3m STIBOR + 5,8%	100	101,9525	5,77%	4	1,442	2	1,836%	COMMAND:=RENTE(H7;G7;-D7;C7)*F7			
Danske Bank:											
Instrument:	Par-værdi:	Pris:	Kuponrente	Kupon per år:	Kupon:	Perioder:	YTC:				
3m CIBOR + 4,75%	100	102,1	4,540%	4	1,135	3	1,716%	COMMAND:=RENTE(H11;G11;-D11;C11)*F11			
5,875%	100	104,1595	5,875%	2	2,938	2	1,664%	COMMAND:=RENTE(H12;G12;-D12;C12)*F12			
6,125%	100	108,258	6,125%	2	3,063	6	3,215%	COMMAND:=RENTE(H13;G13;-D13;C13)*F13			
7.000%	100	113.393	7.000%	2	3.500	9	3.739%	COMMAND:=RENTE(H14;G14;-D14;C14)*F14			

Bilag 2

UDREGNING AF R_E FOR JYSKE BANK

	A	B	C	D	E	F	G	H	I
1									
2		R_f:	-0,12%						
3									
4		Jyske Bank:							
5		Beta:	0,846						
6									
7		<i>CAPM:</i>							
8									
9		Markedspræmie:	4,72%	5,88%	6,50%	7%			
10		r_e:	3,87%	4,85%	5,38%	5,80%	COMMAND:=\$C\$2+\$C\$5*F9		
11									
12		Middelværdi:	4,98%	COMMAND:=MIDDEL(C10:F10)					
13									
14		<i>Bechmann et al:</i>							
15									
16		Værdi (D):	636.016.000.000,00						
17		Værdi (E):	21.980.000.000,00						
18									
19		MEK%:	0,03455888	COMMAND:=C17/C16					
20									
21		Asset beta:	0,0283	COMMAND:=C5*C17/(SUM(C16:C17))					
22									
23		Markedspræmie:	4,72%	5,88%	6,50%	7%			
24		b:	0,00133388	0,0016617	0,00183691	0,00197821	COMMAND:=\$C\$21*F23		
25									
26		r_e:	3,74%	4,69%	5,20%	5,60%	COMMAND:=\$C\$2+F24/\$C\$19		
27									
28		Middelværdi:	4,81%	COMMAND:=MIDDEL(C26:F26)					

Bilag 3

UDREGNING	AF	R_E	FOR	DANSKE	BAN				
	A	B	C	D	E	F	G	H	I
1									
2	R_f:	-0,12%							
3									
30	Danske Bank:								
31	Beta:	0,98							
32									
33	CAPM:								
34									
35	Markedspræmie:	4,72%	5,88%	6,50%	7%				
36	r_e:	4,51%	5,64%	6,25%	6,74%	COMMAND:=\$C\$2+\$C\$31*F35			
37									
38	Middelværdi:	5,78%	COMMAND:=MIDDEL(C36:F36)						
39									
40	Bechmann et al.:								
41									
42	Værdi (D):	3.902.397.000.000,00							
43	Værdi (E):	106.570.000.000,00							
44									
45	MEK%:	0,027308857	COMMAND:=C43/C42						
46									
47	Asset beta:	0,02605125	COMMAND:=C31*C43/(SUM(C42:C43))						
48									
49	Markedspræmie:	4,72%	5,88%	6,50%	7%				
50	b:	0,001229619	0,00153181	0,00169333	0,00182359	COMMAND:=\$C\$47*F49			
51									
52	r_e:	4,38%	5,49%	6,08%	6,56%	COMMAND:=\$C\$2+F50/\$C\$45			
53									
54	Middelværdi:	5,63%	COMMAND:=MIDDEL(C52:F52)						

Bilag 4

EJERANDELE I AFDELINGER AF INVESTERINGSFORENINGER

2020:		2019:	
Formuepleje Obligationer:		Formuepleje Obligationer:	
Indre værdi:	103,9	Indre Værdi:	102,79
Formuepleje PensionPlanner Stabil:		Formuepleje PensionPlanner Stabil:	
Samlet Formue:	49.697.000,00	Samlet Formue:	51.704.000,00
% beviser i Formuepleje Obligationer	17,54%	% beviser i Formuepleje Obligationer	12,71%
Formue i beviser:	8.716.853,80	Formue i beviser:	6.571.578,40
Antal Beviser:	83.897,00	Antal Beviser:	63.932,08
Ændring:	19.964,92		
Formuepleje PensionPlanner Moderat:		Formuepleje PensionPlanner Moderat:	
Samlet formue:	48.672.000,00	Samlet Formue:	52.838.000,00
% Beviser i Formuepleje Obligationer	16,51%	% beviser i Formuepleje Obligationer	9,15%
Formue i beviser:	8.035.747,20	Formue i beviser:	4.834.677,00
Antal Beviser:	77.341,00	Antal Beviser:	47.034,51
Ændring:	30.306,49		
Formuepleje PensionPlanner Balanceret:		Formuepleje PensionPlanner Balance:	
Samlet Formue:	435.431.000,00	Samlet Formue:	462.485.000,00
% beviser i Formuepleje Obligationer	4,00%	% beviser i Formuepleje Obligationer	6,64%
Formue i beviser:	17.417.240,00	Formue i beviser:	30.709.004,00
Antal Beviser:	167.635,00	Antal Beviser:	298.754,78
Ændring:	- 131.119,78		
Formuepleje Optimum:		Formuepleje Optimum:	
Samlet Formue:	837.183.000,00	Samlet Formue:	866.282.000,00
% beviser i Formuepleje Obligationer	4,04%	% beviser i Formuepleje Obligationer	3,89%
Formue i beviser:	33.822.193,20	Formue i beviser:	33.698.369,80
Antal Beviser:	325.526,00	Antal Beviser:	327.837,04
Ændring:	- 2.311,04		
Samlet antal beviser:	654.399,00		
Antal beviser i alt:	1.509.777,00		
i %:	43,34%		

Bilag 5

UDREGNINGER AF ICC OJ og ICC PEG

	A	B	C	D	E	F
1						
2		ICC_OJ:				
3		DANSKE BANK:				
4		P_0	118,05	Kurs pr. 29.04.21		
5		EPS_1	12,01	Kilde: Bloomberg		
6		EPS_2	14,11	Kilde: Bloomberg		
7		DPS_1	5,86	Kilde: Bloomberg		
8		LTG:	8,155%			
9		Gamma - 1	2,01%	Vækst 2020-2060 i Real GDP (OECD)		
10						
11		DPS_1/p_0	0,049639983	COMMAND:=C7/C4		
12		A:	0,0349	COMMAND:=0,5*(C9+C11)		
13		EPS_2-EPS_1/EPS_1	0,17	COMMAND:=(C6-C5)/C5		
14		STG:	0,119	COMMAND:=(C13*C8)^(1/2)		
15						
16		EPS_1/P_0	0,101736552	COMMAND:=C5/C4		
17		STG-(gamma-1)	0,099	COMMAND:=C14-C9		
18						
19		ICC_OJ:	14,13%	COMMAND:=C12+KVROD(C12^2+C16*C17)		

	A	B	C	D	E	F
21		JYSKE BANK:				
22		P_0	302,1	Kurs pr. 29.04.21		
23		EPS_1	34,366	Kilde: Bloomberg		
24		EPS_2	35,292	Kilde: Bloomberg		
25		DPS_1	8,067	Kilde: Bloomberg		
26		LTG:	4,480%			
27		Gamma - 1	2,01%	Vækst 2020-2060 i Real GDP (OECD)		
28						
29		DPS_1/p_0	0,026703078	COMMAND:=C25/C22		
30		A:	0,0234	COMMAND:=0,5*(C27+C29)		
31		EPS_2-EPS_1/EPS_1	0,03	COMMAND:=(C24-C23)/C23		
32		STG:	0,035	COMMAND:=(C31*C26)^(1/2)		
33		EPS_1/P_0	0,113757034	COMMAND:=C23/C22		
34		STG-(gamma-1)	0,015	COMMAND:=C32-C27		
35						
36		ICC_OJ:	7,04%	COMMAND=C30+KVROD(C30^2+C33*C34)		

	A	B	C	D	E	F
38		ICC_PEG:				
39		DANSKE BANK:				
40		P_0:	118,05			
41		EPS_1	12,01			
42						
43		ICC_PEG:	11,02%	COMMAND=KVROD((C41/C40)*C14)		
44						
45		JYSKE BANK:				
46		P_0:	302,1			
47		EPS_1:	34,366			
48						
49		ICC_PEG:	6,29%	COMMAND=KVROD((C47/C46)*C32)		

Bilag 6

UDREGNINGER ICC GLS

DANSKE BANK:													
P_0	118,05												
B_0	187,63												
Dividend Payout ratio:	50,00%												
Target ROE:	8%												
ICC_GLS:	11,031%												
Year:		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Forecasted EPS:		12,01	14,11	15,55	16,9	17,56	18,24	18,94	19,67	20,43	21,22	22,03	22,88
BV/Share Primo year:	187,63	193,64	200,69	208,47	216,92	225,69	234,81	244,28	254,12	264,33	274,94	285,96	297,40
ROE:		6,40%	7,29%	7,75%	8,11%	8,09%	8,08%	8,07%	8,05%	8,04%	8,03%	8,01%	8,00%
RI:		-7,824	-5,880	-4,813	-4,011	-3,776	-3,554	-3,346	-3,149	-2,964	-2,789	-2,624	-24,852
SUM:	118,05												
JYSKE BANK:													
P_0	302,1												
B_0	459												
Dividend Payout ratio:	65,00%												
Target ROE:	8%												
ICC_GLS:	11,163%												
Year:		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Forecasted EPS:		34,366	35,290	39,367	40,410	41,477	42,571	43,690	44,837	46,011	47,213	48,443	49,703
BV/Share Primo year:	459	471,03	483,38	497,16	511,30	525,82	540,72	556,01	571,70	587,81	604,33	621,29	638,68
ROE:		7,49%	7,49%	8,14%	8,13%	8,11%	8,10%	8,08%	8,06%	8,05%	8,03%	8,02%	8,00%
RI:		-15,178	-13,992	-10,623	-9,881	-9,190	-8,546	-7,947	-7,389	-6,870	-6,387	-5,937	-54,960
SUM:	302,10												

Bilag 7

UDREGNINGER ICC CT

DANSKE BANK:						
P_0	118,05					
B_0	187,63					
Dividend Payout ratio:	50,00%					
g:	2%					
ICC_CT:	11,430%					
Year:		2021	2022	2023	2024	2025
Long-term EPS:					8%	
Forecasted EPS:		12,01	14,11	15,55	16,90	18,28
BV/Share Primo year:	187,63	193,64	200,69	208,47	216,92	226,05
ROE:		6,40%	7,29%	7,75%	8,11%	8,43%
RI:		-8,47	-6,46	-5,34	-4,49	-3,79
SUM:	-28,56					
TV:	-41,02					
Samlet:	118,05					
JYSKE BANK:						
P_0	302,1					
B_0	459					
Dividend Payout ratio:	65,00%					
g:	2%					
ICC_CT:	10,547%					
Year:		2021	2022	2023	2024	2025
Long-term EPS:					4%	
Forecasted EPS:		34,37	35,29	39,37	41,13	42,97
BV/Share Primo year:	459	471,03	488,67	508,36	528,92	550,41
ROE:		7,49%	7,49%	8,06%	8,09%	8,12%
RI:		-16,24	-14,94	-11,92	-11,01	-10,18
SUM:	-64,29					
TV:	-92,61					
Samlet:	302,10					

Bilag 8

SCENARIOANALYSE ICC OJ

DANSKE BANK		LTG				
		3,50%	6%	8,155%	10%	12,50%
Gamma_1	-2%	11,59%	12,74%	13,48%	14,01%	14,63%
	-1%	11,66%	12,86%	13,63%	14,17%	14,81%
	0%	11,74%	12,99%	13,78%	14,34%	14,99%
	1%	11,83%	13,13%	13,95%	14,53%	15,19%
	2,01%	11,93%	13,28%	14,13%	14,72%	15,41%
	4%	12,16%	13,63%	14,53%	15,16%	15,88%
	6%	12,45%	14,04%	14,99%	15,66%	16,41%
DANSKE BANK		LTG				
		3,50%	6%	8,155%	10%	12,50%
EPS_2	12,50	8,98%	9,97%	10,59%	11,02%	11,51%
	13,00	10,30%	11,44%	12,15%	12,66%	13,23%
	13,50	11,15%	12,40%	13,18%	13,74%	14,37%
	14,11	11,93%	13,28%	14,13%	14,72%	15,41%
	14,50	12,34%	13,74%	14,62%	15,24%	15,96%
	15,00	12,80%	14,26%	15,18%	15,83%	16,57%
	15,50	13,20%	14,71%	15,67%	16,34%	17,11%
JYSKE BANK		LTG				
		1,00%	3%	4,480%	6%	8%
Gamma_1	-2%	6,780%	7,765%	8,234%	8,618%	9,035%
	-1%	6,380%	7,500%	8,018%	8,439%	8,891%
	0%	5,858%	7,177%	7,762%	8,229%	8,724%
	1%	5,101%	6,768%	7,449%	7,978%	8,529%
	2,01%	3,473%	6,207%	7,045%	7,665%	8,292%
	4%			5,603%	6,706%	7,629%
	6%					6,167%
JYSKE BANK		LTG				
		4,480%	5,500%	6,500%	7,500%	8,500%
EPS_2	34,75	5,180%	5,628%	5,983%	6,283%	6,544%
	35,00	6,254%	6,682%	7,031%	7,333%	7,599%
	35,292	7,045%	7,479%	7,837%	8,150%	8,427%
	35,75	7,902%	8,353%	8,729%	9,058%	9,352%
	36,25	8,584%	9,054%	9,448%	9,794%	10,103%
	36,75	9,125%	9,612%	10,021%	10,382%	10,705%
	37,25	9,576%	10,079%	10,503%	10,876%	11,211%

Bilag 9

SCENARIOANALYSE ICC PEG

DANSKE BANK		LTG				
		4,00%	6%	8,155%	10%	12,00%
EPS_2	12,50	6,41%	7,09%	7,66%	8,06%	8,44%
	13,00	7,64%	8,46%	9,13%	9,61%	10,06%
	13,50	8,47%	9,37%	10,12%	10,65%	11,14%
	14,11	9,22%	10,21%	11,02%	11,60%	12,14%
	14,50	9,63%	10,65%	11,50%	12,10%	12,67%
	15,00	10,08%	11,15%	12,04%	12,67%	13,26%
	15,50	10,47%	11,59%	12,51%	13,17%	13,78%
JYSKE BANK		LTG				
		4,480%	5,500%	6,500%	7,500%	8,500%
EPS_2	34,75	5,04%	5,31%	5,54%	5,74%	5,92%
	35,00	5,72%	6,02%	6,28%	6,50%	6,71%
	35,292	6,29%	6,62%	6,90%	7,15%	7,38%
	35,75	6,95%	7,32%	7,63%	7,91%	8,16%
	36,25	7,51%	7,90%	8,24%	8,54%	8,81%
	36,75	7,96%	8,38%	8,74%	9,06%	9,35%
	37,25	8,35%	8,79%	9,17%	9,50%	9,80%

Bilag 10

SCENARIOANALYSE ICC GLS

DANSKE BANK		Dividend Payout Ratio:				
		30%	40%	50%	60%	70%
TARGET ROE	6%	8,876%	9,136%	9,423%	9,742%	10,095%
	7%	9,727%	9,980%	10,260%	10,568%	10,908%
	8%	10,516%	10,761%	11,031%	11,328%	11,654%
	9%	11,255%	11,490%	11,749%	12,033%	12,345%
	10%	11,953%	12,177%	12,423%	12,694%	12,991%

JYSKE BANK		Dividend Payout Ratio:				
		45%	55%	65%	75%	85%
TARGET ROE	6%	8,987%	9,247%	9,534%	9,848%	10,193%
	7%	9,848%	10,102%	10,381%	10,687%	11,020%
	8%	10,647%	10,893%	11,163%	11,457%	11,778%
	9%	11,395%	11,632%	11,891%	12,173%	12,481%
	10%	12,101%	12,328%	12,575%	12,844%	13,137%

Bilag 11

SCENARIOANALYSE ICC CT

DANSKE BANK		Dividend Payout Ratio:				
		30%	40%	50%	60%	70%
Σ	-2%	12,411%	12,501%	12,592%	12,684%	12,778%
	-1%	12,153%	12,242%	12,332%	12,424%	12,517%
	0%	11,876%	11,964%	12,054%	12,144%	12,236%
	1%	11,578%	11,665%	11,754%	11,844%	11,935%
	2%	11,257%	11,343%	11,430%	11,519%	11,609%
	4%	10,527%	10,610%	10,696%	10,782%	10,870%
	6%	9,646%	9,727%	9,809%	9,892%	9,977%

JYSKE BANK		Dividend Payout Ratio:				
		45%	55%	65%	75%	85%
Σ	-2%	12,544%	12,830%	13,139%	13,476%	13,846%
	-1%	11,862%	12,099%	12,353%	12,624%	12,916%
	0%	11,262%	11,463%	11,676%	11,901%	12,141%
	1%	10,726%	10,899%	11,080%	11,270%	11,471%
	2%	10,245%	10,391%	10,547%	10,710%	10,881%
	4%	9,391%	9,505%	9,624%	9,746%	9,874%
	6%	8,663%	8,751%	8,842%	8,935%	9,032%