



ADVISORY[®]
INDEPENDENT TAX CONSULTING

KROMANN
REUMERT

Copenhagen
Economics



Hard facts. Clear stories.

L10: Skattevilkår for risikovillig kapital til danske vækstvirksomheder forringes

Sammenfatning

Regeringen har i oktober 2012 fremsat et forslag om ændringer af skattelovgivningen med det udtrykkelige ønske at modvirke omgåelse af udbyttebeskatning særligt i forhold til investeringer fra udlandet i form af såkaldte porteføljeinvesteringer (L10). Det vil sige investeringer, hvor ejerandelen for den konkrete aktionær er under 10 procent (en såkaldt minoritetsaktionær).¹ Forslaget er fremsat med den vurdering, at det er uden økonomiske eller administrative konsekvenser for erhvervslivet, men at det forhindrer et utilsigtet provenutab.

Vi vurderer, at det vil forstærke den eksisterende diskriminering af porteføljeinvestorer og yderligere forringe finansieringsmulighederne for vækstlaget af unoterede danske virksomheder. Det gælder både i forhold til danske og udenlandske investorer. Det vil entydigt gøre det endnu mindre attraktivt for danske og udenlandske investorer at investere i danske virksomheder i forhold til tilsvarende virksomheder i f.eks. Sverige og Tyskland.

Det er stik imod hensigten i et andet forslag, som regeringen har fremsat som en del af udmøntningen af skattereformen, nemlig afskaffelsen af den såkaldte iværksætterskat (L49). L49 tilsigter netop at tiltrække risikovillig kapital til danske vækstvirksomheder ved at afskaffe beskatningen af aktieavancer, som bliver realiseret af danske minoritetsaktionærer. Med L10 bliver konsekvensen som udgangspunkt, at iværksætterskatten delvist genindføres, og muligheden for at tiltrække risikovillig kapital til Danmark forringes.

Den umiddelbare provenuvirkning vurderes at blive omtrent 300 mio. kr. men opnås ikke i praksis. *Dels* må investorerne forventes alternativt at etablere fælles investeringsenheder i udlandet, så det sikres, at avancer alene beskattes som sådanne. *Dels* vil investorerne fravælge Danmark som investeringsland pga. den betydelige ekstra danske beskatning, som ikke findes i andre lande som f.eks. Tyskland og Sverige. Dermed kommer direkte investeringer i unoterede aktier fra udenlandske investorer i farezonen. L10 medfører samtidig en diskriminering af kapital- og venturefonde som er etableret i Danmark, fremfor fonde, som er etableret i udlandet.

Tiltag mod omgåelse af gældende skattelov bør kunne gennemføres betydeligt mere målrettet, så man undgår betydelige stramninger af beskatningen af investorer i små og mellemstore danske virksomheder. I sin nuværende form vil L10 således føre til udbyttebeskatning af en naturlig aktieavance opnået gennem den måde branchen internationalt arbejder på jf. også boksen nedenfor. Et indgreb må udformes, så det alene dækker situationer, hvor et underliggende reelt udbytte efterfølgende transformeres til en avance.

Boks 1. Danmark går enegang i Europa

Venture- og kapitalfonde ejer normalt virksomheder i 5-7 år. I denne periode investeres det løbende afkast normalt i virksomheden for at udvikle den, og derfor er der ikke praksis for at udbetale udbytte. Derimod vil man løbende refinansiere virksomheden for at fastholde en optimal kapitalstruktur. Med L10 vil Danmark gå enegang i internationalt perspektiv, fordi intentionen er at klassificere aktieavancer som udbytter. Dermed er der tale om en væsentlig forøgelse af investorbeskatningen i Danmark for kapitalfondsejede selskaber.

¹ Lovforslag L10 fremsat 3. oktober 2012

1. Beskatning af minoritetsaktionærer generelt

De danske regler for beskatning af udbytte og avancer i forhold til ejertyper følger generelt internationale kutyme fastlagt via OECD og EU-regler med satser sammenfattet i Tabel 1 nedenfor:

For *hovedaktionærer* (her forstået som aktionærer, som ejer mere end 10% af kapitalen i et selskab) gælder følgende:

- Danske: Ingen beskatning af hverken udbytte (dividende) eller avance ved salg af aktie.
- Udenlandske: Ingen kildeskat på udbytte til udenlandske investorer eller skat på avance ved salg.²

For *mindretalsaktionærer* gælder følgende:

- Danske: Udbytteskat på 25 procent ved udbytte til danske selskabsinvestorer og 25 procent aktieavanceskat ved salg.
- Udenlandske: Kildeskat på 27 procent ved udbytte, og ingen skat på avance ved salg. Kildeskatten på 27 procent ved udbytte reduceres til 15 procent, hvis aktionæren hjemmehører i et land, som Danmark har indgået en skatteaftale med eller udveksler oplysninger med.

Tabel 1. Dansk skat på udbytte og aktieavancer, sats i procent

	Dansk aktionær (pct.)		Udenlandsk aktionær (pct.)	
	Udbytte	Avance ved salg	Udbytte	Avance ved salg
Hovedaktionær	0	0	0	0
Minoritetsaktionær	25	25	15/27	0

Note: Beskatning af danske aktionærers avance ved salg på 25 pct. er baseret på den gældende lovgivning i det L49 endnu ikke er endeligt vedtaget.

Kilde: Egen tilvirkning

Minoritetsaktionærer i danske virksomheder vil typisk være forskellige typer af institutionelle investorer. Det gælder særligt for investeringer fra udlandet. Såfremt der er tale om investeringer i større - typisk børsnoterede selskaber - kan der være tale om direkte investeringer med en større ejerandel, medens investeringer i unoterede aktier typisk sker i en venture/kapitalfondskonstruktion. Det skyldes, at det kræver særlig ekspertise at udvælge og monitorere investeringer i mindre selskaber uden kredithistorie og ratings og med forretningsmodeller og soliditet som er vanskelige at vurdere. Derfor vælger også danske institutionelle investorer som ATP en "udliciteringsmodel", når der skal investeres i mindre unoterede selskaber. Dette benyttes i endnu højere grad for udenlandske investorer.

Beskatningen af minoritetsaktionærerne har en række afledte konsekvenser.

En høj kildeskat reducerer generelt tilskyndelsen til at investere i landet. For en udenlandsk investor vil kildeskatten reelt være en ekstra selskabsskat i investeringslandet. Dette skyldes bl.a., at kildeskatten ofte ikke (fuldt) modregnes i beskatningen i investerlande, såfremt der er tale om en institutionel investor (der ofte ikke betaler skat af afkast).

² Såfremt beskatningen kan nedsættes efter moder-/datterselskabsdirektivet eller den relevante dobbeltbeskatningsoverenskomst.

Regelændringer, der som L10 de facto øger beskatningen i Danmark af indtægter ved salg af aktier og/eller realisering af virksomheder, vil gøre danske virksomheder mindre attraktive for såvel danske som internationale investorer. Det svækker mulighederne for at tiltrække kapital og ledelse til danske virksomheder med vækstpotentiale.

2. Den internationale investeringsmodel for venture- og kapitalfonde

Den grundlæggende idé for såvel danske som internationale venture- og kapitalfonde er at finde virksomheder med et betydeligt underliggende vækstpotentiale, som kan realiseres ved at tilføre kapital og styrke ledelsen. Venture- og kapitalfonde er dermed i sagens natur væsentlige kapitalkilder for mindre og mellemstore danske virksomheder.

Kapitalinvestorerne tilsigter normalt at opnå en gevinst på investeringen ved et efterfølgende salg af virksomheden, ofte efter 5-6 år. I den mellemliggende periode betales der begrænsede eller ingen udbytter til investorerne: Likviditeten bruges i stedet til at investere og udvikle virksomheden. Når denne fase er overstået, søges virksomheden solgt til nye ejere eller børsnoteret.

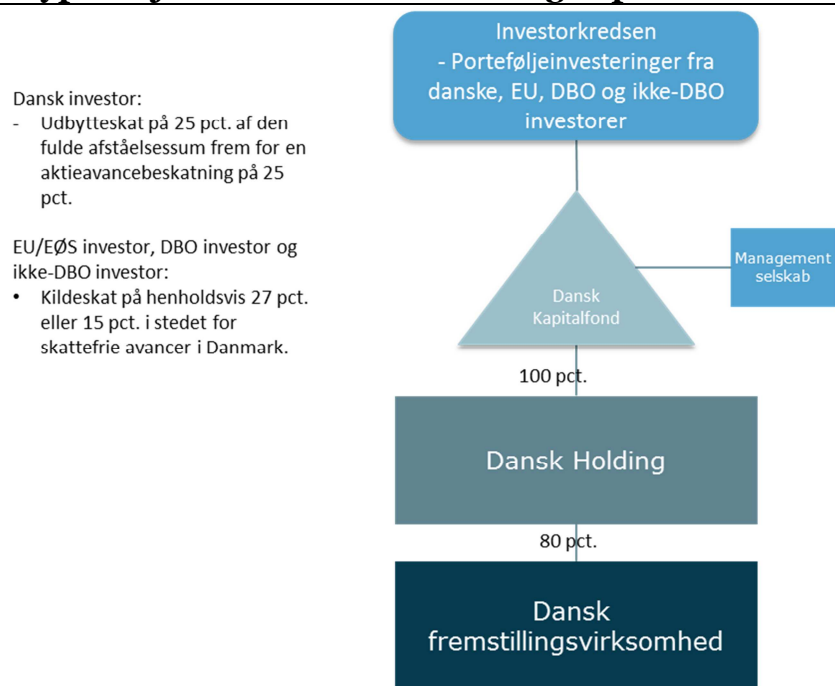
Når værdien af den skabte vækst således realiseres, bruges internationalt en kutyme, hvor optjente fortjenester ved frasalg af virksomheder realiseres i et underliggende holdingselskab, fremfor direkte hos de bagvedliggende investorer. Det er således almindeligt internationalt, at et salg af et porteføljeselskab fra en kapitalfond ikke sker direkte fra fonden, men derimod fra et særligt oprettet holdingselskab. Det er i denne forbindelse centralt at forstå vigtigheden af at følge internationale kutymen i kampen om at tiltrække internationale investorer.

Baggrunden for denne særlige struktur kan forklares med følgende forhold:

- Investorerne ønsker ikke, at kapitalfonden selv direkte optager de lån, som skal medfinansiere en investering (akkvisitionsfinansiering). Samtidig er det ofte ikke muligt at optage de fornødne lån i driftsselskabet. Sådanne lån ønskes placeret i et holdingselskab, således at risikoen vedrørende den pågældende investering er indkapslet.
- Investorerne i kapitalfonden vil ønske, at garantierne og andre risici vedrørende det solgte driftsselskab indkapsles i holdingselskabet.
- Endvidere er der en række situationer, hvor det ikke er muligt at sælge holdingselskabet:
 - o Hvis en børsnotering ønskes. I praksis vil holdingselskabet typisk ikke være egnet til børsnotering, ligesom de långivende banker vil være interesseret i, at holdingselskabet realiserer ejerandele i driftsselskabet, således at holdingselskabet kan indfri sit akkvisitionslån.
 - o Hvis driftsselskabet kun sælges delvist.

Dette traditionelle set-up og håndteringen af frasalg kan illustreres som følger, hvor et dansk holdingselskab er sælger af aktierne i en dansk fremstillingsvirksomhed, jf. Figur 1.

Figur 1 Typisk ejerstruktur i venture-l og kapitalfonde



Kilde: Egen tilvirkning

Der er behov for at sikre, at de enkelte investorer ikke i forbindelse med helt eller delvist salg af den danske virksomhed undergives dansk beskatning af deres avancer på aktierne – som jo ville have været skattefrie i Danmark, såfremt den enkelte investor havde investeret direkte i aktierne. En sådan sikring kan opnås ved, at det danske holdingselskab via en omstrukturering sælges til et andet dansk holdingselskab mod, at der modtages et gældsbevis på beløbet. Den efterfølgende fordeling af avancen fra salget af den danske virksomhed til de ultimative investorer sker da som afdrag på gæld. Den samlede konsekvens heraf er, at investorer stilles som om de faktisk havde afstået deres andel af aktierne i det underliggende danske porteføljeselskab. Denne tilgang er anvendt som alternativ til, at man tilbagesolgte egne aktier i holdingselskabet, samtidig med at man fik skattemæssig tilladelse til, at betalingerne ved et sådant tilbagesalg skulle kvalificeres som avancer. Af tidsmæssige grunde er salget til et andet holdingselskab dog den foretrukne model.

3. Intentionen med L10

Det beskrevne formål med L10 er at forhindre, at man i kapitalfondsstrukturer undgår en udbytteskat ved at hjemtage gevinsten som en skattefri avance. Det gennemføres i praksis ved at hele proventet fra afståelsen nu foreslås behandlet som udbytte. Det har to typer af direkte konsekvenser forklaret nedenfor:

- Dansk investor:
 - Udbytteskat på 25 procent af den fulde afståelsessum uden fradrag for udgifter til investering erstatter en beskatning af aktieavancen på 25 procent (i direkte modstrid med hensigten med L49). Afhængig af forholdet mellem investering og afståelsessum kan det føre til en betydelig stramning af beskatningen: Overskuddet beskattes med over 100 procent såfremt forrentning er mindre end 25 procent.

- Udenlandsk investor
 - En kildeskat på 15 eller 27 procent af den fulde afståelsessum erstatter en skattefri avance. Ligesom for den danske investor kan beskattningen overstige 100 procent ved lavere forrentning.

4. Konsekvenser af L10

Det grundlæggende problem ved forslaget er således antagelsen om, at alt overskud fra virksomheders drift skulle udloddes som udbytte. Det er imidlertid notorisk ikke vanlig praksis for nogen typer af virksomheder.

Den praktiske direkte virkning af forslaget vil derfor være, at f.eks. udenlandske investorer i større danske børsnoterede selskaber – hvor investorerne ikke har behov for at strukturere sig som anført ovenfor - forsat kan realisere værditilvækst som skattefri avancer ved salg medens udenlandske investorer i mindre unoterede selskaber udsættes for en højere beskatning fordi al værditilvækst bliver betragtet som udbytte og tilmed uden fradrag for udgifterne til investeringen.

Den højere beskatning af danske investorer strider som anført også mod det netop fremlagte forslag (L49) om at afskaffe den såkaldte iværksætterskat. I 2009 afskaffede iværksætterskatten således en tidligere regel om, at minoritetsaktionærer, der havde haft aktieandele i mere end 3 år modtog avancer skattefrit. Iværksætterskatten gjorde det dyrt at skaffe kapital for de modtagende selskaber, da denne aktieskat på 25 procent ikke kan modregnes i anden skat i det investerende selskab. I oktober 2012 blev der således fremsat et forslag om at afskaffe beskattningen af avancer som en udløber af Skattereformen. Betingelsen for skattefrihed er, at der investeres netop i unoterede aktier.

Problemet er imidlertid, at L10 i praksis vil komme til at modarbejde dette. Når danske investorer indgår sammen med andre investorer i den traditionelle model for venture- og kapitalfonde, der investerer i unoterede aktier, så bliver deres mulige fremtidige skattefrie avance ved et salg konverteret til skattepligtigt udbytte. Tilmed beskattes de nu af et bruttoprovenu (investeringssummen) i stedet for af en avance (gevinsten), hvilket altid vil være en stramning.

Samlet vil L10 og L49 derfor føre til en stramning af investorbeskatningen. I forslaget L49 forventes et tabt skatteprovenu på op til 500 mio. kr. om året ved ophævelse af iværksætterskatten.³ Dette foreslås finansieret ved en forøgelse af lønsumsafgiften for finansielle institutioner. En del af provenutabet på 500 mio. kr. vil blive genvundet ved L10. Hvor stor en del af de 500 mio. kr., der vil genvindes afhænger af, hvor mange porteføljeinvesteringer i Danmark, der i dag foregår gennem kapitalfondskonstruktioner.

På et mere overordnet plan kan man også grundlæggende spørge om det er skattefrihed for avancer eller kildeskat på udbytte over grænser, der er normen for et moderne internationalt skattesystem. EU-Kommissionen har således overvejet at reducere muligheden for kildeskatter på udbytter også for minoritetsaktionærer og generelt har kildeskatter været nedadgående over mange år. Det skal blandt andet ses i sammenhæng med, at det kan være administrativt tungt at kreditere det i investorlandet, og at institutionelle investorer typisk ikke kan få skatten afløftet, så det i praksis bliver en ekstra selskabsskat. I

³ Se lovforslag L 49, Lov om ændring af aktieavancebeskatningsloven, ligningsloven, lønsumsafgiftsloven og forskellige andre love, fremsat den 1. november 2012.

Danmark er der gennem en længere årrække også reduceret satsen for selskabsskatten med den klare hensigt at gøre investeringer i Danmark mere attraktive, selv om det betød et umiddelbart tab af skatteprovenu.

L10 vil således gøre investeringer i Danmark relativt mindre attraktive f.eks. i forhold til Sverige og Tyskland. Hverken i Sverige eller Tyskland er der således nogen beskatning af kapitalfonde, som realiserer en investering i et driftsselskab via et salg. Den højere beskatning via indførsel af fuld udbyttebeskatning af alt overskud vil således slå hårdest for investorer uden for EU/EØS og som samtidig heller ikke har nogen dobbeltbeskatningsaftale med Danmark, og dermed de facto betaler en (udbytte)skat på 27 procent.

De større danske kapitalfonde rejser årligt ca. 2 milliarder kroner i investeringsmidler.⁴ Baseret på de seneste erfaringer fra fundraising af disse investeringsmidler vil ca. 50 procent af midlerne rejses fra udenlandske investorer, hvoraf 50 procent af disse er fra investorer uden for EU/EØS. Dette tal forventes at stige i fremtiden. De 50 procent fra danske investorer er typisk fordelt med 10 procent fra familieejede virksomheder og 40 procent fra institutionelle investorer som pensionskasser.

Provenuet relateret til salg eller børsnotering af selskaberne ligger typisk på ca. 25 procent om året. Dette relativt høje afkast skyldes en kombination af, at kapitalfondene er dygtige til at vælge virksomhederne med størst potentiale, og at kapitalfondene kan bidrage med bl.a. værdifulde ledelseskompetencer.

L10 vil direkte føre til stramning af vilkår for 1) danske familieejede virksomheder, som vil blive beskattet med 25 procent, 2) investorer fra EU/EØS som vil blive beskattet med 15 procent, og 3) investorer uden for EU/EØS som vil blive beskattet med 27 procent. Danske institutionelle investorer ventes ikke berørt af L10. En yderligere omfattende konsekvens af L10 er, at beskatningen ikke foregår på afkastet/gevinsten af investeringen, men på hele hovedstolen inkl. afkast.

Under en statisk forudsætning vil L10 give anledning til en forhøjet skatteregning på ca. 325 mio. kr., jf. Tabel 2. Ca. halvdelen af denne skatteregning vil tilfalde investorer uden for EU/EØS.

Tabel 2. Forhøjet skat ved L10

	Andel af årlig investering (pct)	Årlig investering (mio. kr)	Realiseret afkast ved investeringer (mio. kr)	Forhøjet beskatning af avancer (pct point)	Forhøjet skat mio. kr
Danske institutionelle investorer	40%	800	200	0	-
Danske virksomheder	10%	200	50	25%	63
EU/EØS investorer	25%	500	125	15%	94
Ikke EU/EØS investorer	25%	500	125	27%	169
Total		2.000	500		325

Kilde: Egen tilvirkning

⁴ Se f.eks. Copenhagen Economics (2012b), Investeringskrisen og væksten i vækstlaget

Boks 2. Forudsætninger bag beregning af provenu

De største kapitalfonde i Danmark er Axcel, Polaris, Odin og Maj Invest. De rejser 10 mia. kr. i kapital hvert 5 år svarende til 2 mia.kr om året. Tager vi udgangspunkt i deres seneste rejste fonde, som er Axcel IV og Polaris III er andelen af udenlandske investorer ca. 35%. En række forhold tilsiger, at fremtidig fundraising i endnu højere grad må rettes mod udenlandske investorer:

- Globale ubalancer gør, at der er ophobet kapital i vækstøkonomier i Asien, Sydamerika og Mellemøsten. Denne kapital bliver i stigende grad investeret i unoterede aktier i Europa. Danske kapitalfonde vil i stigende omfang orientere sig mod disse investorer.
- Solcency II reducerer europæiske pensionskassers mulighed for at investere i unoterede aktier. Hvis en institutionel investor investerer 1 krone i en unoteret aktie gennem en kapitalfond, skal der også investeres i en tilsvarende mængde statsobligationer. Det gør det mindre attraktivt at investere i unoterede aktier for disse investorer.
- Norden vil i stigende grad blive anset for "safe haven" i Europa. I det omfang, at internationale investorer ønsker europæiske unoterede aktier i deres portefølje, vil Norden blive anset for særdeles attraktiv.

Axcel og Polaris forventer på den baggrund at tilrettelægge deres fundraising således, at deres næste fonde får en andel af udenlandske investorer på mindst 50%. Heraf forventes halvdelen af disse investorer komme fra lande udenfor EU. Dette antages også at komme til at gælde for Odin og Maj Invest.

Hovedforudsætninger for den statiske provenuberegning:

- Årlig investering i danske kapitalfonde: 2 milliarder kr.
- Danske investorer: 80% er institutionelle, resten er danske familier og fonde
- Udenlandske investorer: 50% er inden for EU/EØS, 50% er udenfor EU/EØS
- Årligt afkast på realiserede investeringer: 25 pct.
- Kapitalfonde ændrer ikke de nuværende standardstrukturer, hvor driftsvirksomheden ejes via et dansk holdingselskab. Denne forudsætning er ikke realistisk, men alternative strukturer har endnu mere uoverskuelige konsekvenser
- Som det fremgår af L10 vil hovedstolen blive beskattet på linje med afkastet i Danmark for kapitalfondsejede selskaber.

Den umiddelbare provenuvirkning vurderes at blive over 300 mio. kr., men i praksis vil dette ikke materialisere sig. *Dels* må investorerne forventes alternativt at etablere fælles investeringsenheder i udlandet, så det sikres, at avancer alene beskattes som sådanne. *Dels* vil investorerne fravælge Danmark som investeringsland pga. den betydelige ekstra danske beskatning og/eller mere komplicerede beskatningsforhold, som ikke findes i andre lande som f.eks. Tyskland og Sverige. I disse lande vil realisering af salg ikke medføre udbyttebeskatning, men fortsat blive betragtet som salg af aktier, som efter vanlige internationale standarder ikke beskattes i kildelandet. Det berørte investeringsniveau kan med nogen usikkerhed opgøres til omkring 5 procent af de årlige direkte investeringer til Danmark (FDI)⁵.

Det må overvejes, om man kan finde alternative løsninger, der mere målrettet kan tilgodesønstet om at undgå provenutab. Konsekvenser heraf kan nok mest hensigtsmæssigt indgå i en mere grundig analyse af skattesystemets konsekvenser for de danske skattevilkår med fokus på tiltrækning af risikovillig kapital fra udenlandske og danske investorer. Eksemplerne i dette notat illustrerer klart vilkårligheden i skattekonskvenser ved alternative finansieringsmodeller mv. Et stabilt system med klare skattepolitiske prin-

⁵ Det gennemsnitlige årlige strøm af egenkapitalinvesteringer til Danmark udgjorde i perioden 2007 til 2011 omtrent 18 mia.kr. om året. Hermed udgør de årlige udenlandske investeringer i kapitalfonde på 1 mia.kr godt 5 procent.

cipper vil øge tilliden til det danske skattesystem og bidrage til øgede investeringer i Danmark. Dette princip skal så forenes med provenumæssige overvejelser.

Boks 3. Vanskeligt at udnytte Dansk Vækstkapital fremover

I 2011 vedtog Folketinget ordningen om Dansk Vækstkapital, der har 4,8 mia. kr. under forvaltning. Disse penge skal over de næste 5-10 år investeres i danske kapitalfonde, men det kan kun ske, hvis man som kapitalfond selv kan rejse 50 procent af fonden. Men det bliver vanskeligt, når det bliver mere besværligt at tiltrække kapital fra udlandet. I Danmark vil de institutionelle investorer jo have den holdning, at de allerede har medvirket til at finansiere Dansk Vækstkapital, og derfor vil de næppe investere yderligere i mindre danske kapitalfonde.

Det vurderes, at tanken bag L10 er at sikre, at provenu, som stammer fra porteføljeselskaber, beskattes som udbytte, hvis provenuet reelt er udtryk for udbytte og ikke en aktieavance. Modsat kan det ikke være hensigten at beskatte reelle avancer som udbytte, hvilket også ville stride mod gældende principper for kildebeskatning af udbytter og aktieavancer på internationalt plan. Efter en konkret vurdering giver gældende regler således også mulighed for i en række situationer at opnå tilladelse til, at betalinger fra selskaber (tilbagesalg af aktier, likvidationsprovenu etc.), som i formen kan fremtræde som udbytte, men reelt er udtryk for realisering af værditilvækst på den oprindelige investering og dermed er aktieavancer, faktisk kvalificeres og beskattes som avancer.

5. Løsningsforslag

Hvis det værn, som er den grundliggende idé bag L10, ønskes opretholdt foreslås et mere målrettet værn og dermed med færre utilsigtede virkninger. Således kunne fx den bestående mulighed for at opnå tilladelse til en behandling som aktieavance udbredes til også L10's område. Den bedste løsning er, at dette direkte indbygges i L10, så det er hævet over enhver tvivl, at det finder anvendelse i relation til L10, og at tilladelse kan forventes i situationer, hvor betalingerne knytter sig til et reelt salg af ejerandele i porteføljeselskabet. Det bør samtidig sikres, at en sådan ordning mest muligt baseres på objektive kriterier, ikke er tidskrævende og ikke unødigt belaster hverken skattemyndigheder eller virksomheder.

Litteraturliste

Copenhagen Economics (2012a), Taxation of cross-border dividend payments, studie for EU-Kommissionen.

Copenhagen Economics (2012b), Investeringskrisen og væksten i vækstlaget

DVCA, Kapitalfonde i 2011/2012

Lovforslag L 10, Lov om ændring af kildeskatteloven og selskabsskatteloven, fremsat den 3. oktober 2012

Lovforslag L 49, Lov om ændring af aktieavancebeskatningsloven, ligningsloven, lønsumsafgiftsloven og forskellige andre love, fremsat den 1. november 2012.