



# CARRIED INTEREST & KAPITALFONDSBEGREBET I DANSK SKATTERET

Kandidatafhandling, Cand.merc.(jur.) 2023

## Vejleder

Jakob Bundgaard

Dato for aflevering: 17/05-2023

Studienummer: 20183069

Antal anslag: 139.876

Udarbejdet af Frederik B. Steffensen

## Indholdsfortegnelse

1 - Indledning.....	1
1.1 - Problemstilling og problemformulering .....	1
1.2 - Struktur.....	2
1.3 - Metode .....	3
1.4 – Afgrænsning.....	4
2 - Kapital-, venture, og infrastrukturfonde – Private Equity fonde.....	5
2.1 – Kapitalfonde – Generelt.....	5
2.2 - Stadier, struktur og forretningsmodel.....	6
2.3 - De forskellige parter i en kapitalfond.....	7
2.3.1 - Kapitalfonden .....	9
2.3.2 - Komplementaren.....	10
2.3.3 - Management selskabet .....	11
2.3.4 - Investorerne .....	12
2.3.5 - Kapitalfondspartnerne .....	12
2.3.6 - Porteføljeselskaberne.....	13
2.3.7 - Carry-Vehicle .....	13
2.4 - Delkonklusion .....	14
3 - Carried interest.....	15
3.1 – Retstilling før L 2009-06-12 nr. 525 .....	18
3.2 – L 2009-06-12 nr. 525.....	18
3.3 – L 2019-12-27 nr. 1576.....	19
3.4 - Delkonklusion .....	20
4 - Ligningslovens § 16 I.....	21
4.1 - Anvendelsesområde for LL § 16 I stk. 1 – Personlig investering .....	21
4.1.1 - Omfattede personer .....	22
4.1.2 - Fortrinsstilling.....	22
4.1.3 - Definitionen af kapital-, venture og infrastrukturfonde – Kapitalfondsbegrebet.....	23
4.1.4 - Retsfølge.....	29
4.1.5 - Lempelse.....	32
4.2 - Anvendelsesområde for LL § 16 I stk. 6 – Investering gennem holdingselskab .....	33
4.2.1 - Omfattende personer.....	33
4.2.2 - Indirekte eller direkte kontrol af et dansk eller udenlandsk selskab eller forening m.v.....	34

4.2.3 - Fortrinsstilling.....	34
4.2.4 – Definitionen af kapital- venture- og infrastrukturfonde - Kapitalfondsbegrebet .....	35
4.2.5 - Retsfølge.....	35
4.2.6 – Lempelse.....	38
4.3 - Delkonklusion .....	40
5 - Overskudsdeling, realisationsbeskatning og LL § 16 J.....	40
5.1 - Allokering via whole-fund og deal-by-deal.....	41
5.1.1 - Whole-fund fordeling .....	42
5.1.2 - Deal-by-deal fordeling .....	43
5.2 - Claw-back bestemmelser, FAIF og sikringskonti .....	45
5.3 - Realisationsbeskatning og LL § 16 J.....	47
5.3.1 – Likviditetsmæssige konsekvenser af realisationsbeskatning .....	48
5.3.2 - LL § 16 J.....	48
5.4 – Delkonklusion .....	49
6 - Konklusion .....	50
7 - Perspektivering.....	53
8 - Litteraturliste.....	54
9 - Bilag .....	57

## Abstract

In 2009, the legislators of Denmark implemented three new special tax provisions into “Ligningsloven” and “Aktieavancebeskatningsloven” with the purpose of increasing the taxation of private equity partners by changing the carried interest income characterised as share income to personal income. This would imply an increase of taxation from a marginal tax rate of 42% to 55,9% (2023 rate) for a natural taxable person who invested directly into the Private Equity fund. For a person investing through a holding company, the income would be regarded as CFC-income when allocated to the holding entity and hereafter as share income when allocated to the owner of the holding entity. In 2019 the legislators amended the provisions by revising and collecting them into the same provision. Adjustments were made to close small tax loopholes, which had opened after the implementation of the law from 2009. Since 2019, no changes have since been made to the provision concerning carried interest, however, with a ruling from 2020, the Danish Tax Agency expanded the interpretation of the Private equity term, which potentially could affect future rulings to cover more common and ordinary holding structures which holds investments into a general investment entity.

This master thesis will firstly explain and outline a typical private equity fund’s structure and involved parties and entities. This seeks to clarify how a private equity fund operates, how investments are made, purpose and underline the life cycle of typical fund. Hereafter, the master thesis will seek to parse and analyse the LL § 16 I and contiguous provisions with the purpose of investigating how investments made directly by a natural person or through an indirect or directly owned holding entity into a private equity fund would be taxed. Subsequently, the master thesis will seek to calculate the effective tax rate of investments made through one or two holding entities to determine if it would be a more advantageous way of investing into the private equity fund. Private Equity funds can determine to allocate proceedings according to different methods. Therefore, the thesis will investigate if Private Equity partners are taxed differently in terms of choice of allocation method.

Lastly, the master thesis will analyse the ruling from 2020 to try to understand the significance and possible affect it will have on future rulings made by the Danish Tax Authorities.

## 1 - Indledning

Investorer fra hele verden, investerer årligt milliarder i Private Equity fonde. I 2022 blev der investeret 1.203 milliarder dollars i selskaber, ejendomme og aktiver. Året før var dette tal på hele 1.355 milliarder dollars, hvilket ultimativt er det største investeret beløb nogensinde. Trods et fald i investeringerne i 2022, så forvalter Private Equity fonde pr. 30 juni i 2022, aktiver på verdensplan for en værdi på hele 11,7 trillioner dollars.<sup>1</sup> Forvalterne af disse Private Equity fonde, skal årligt bestyre, drive og investere med formålet om at skaffe investorerne et afkast, som er af så betydelig karakter, at det kan betale sig at lave investeringer som typisk først bærer frugt langt ud i fremtiden. For at skabe incitament hos forvalterne, har investorerne gennem tiden benyttet sig af aflønning gennem det oppebårne merafkast når en succesfuld investering bliver solgt. Merafkast er kendt i Private Equity branchen som det såkaldte "Carried interest". Der vil mellem investorerne og forvalterne af Private Equity fonde ofte være aftalt, at beløbet som omfatter carried interest, vil blive splittet hhv. 80% til investorerne og 20% til forvalterne. Dette på trods af, at investorerne oftest har investeret ultimativt den største andel af kapitalindsuddet i fonden. Ofte vil det vedrøre beløb på over en million kr., som investorerne aflønner forvalterne for en succesfuld afvikling af en Private Equity fond. Aflønningen skaber dermed en skævvridning der gennem tiden har været omdrejningspunkt i den internationale skattepolitik. Carried interest beskattes forskelligt verden over, og i Danmark har carried interest være omfattet af særreglerne, som lovgiver implementeret i 2009, og sidenhen ændret igen i 2019.

Tilmed, så er strukturerne i Private Equity fonde ofte komplekse og der findes ikke en definitiv definition af hvad begrebet omfatter. Senest blev der med et bindende svar fra Skatterådet udvidet anvendelsesområdet for carried interest særreglerne. Formålet med specialet er bl.a. at undersøge denne udvidelse og afklare hvornår man er omfattet af de komplekse særregler.

### 1.1 - Problemstilling og problemformulering

Specialet vil analysere på Ligningslovens § 16 I og tilstødende bestemmelser for at analysere og undersøge hvordan kapitalfondspartnere bliver beskattet af carried interest som bliver oppebåret gennem succesfulde investeringer igennem kapitalfonde. Skatterådet afgjorde ved SKM2021.9.SR et bindende svar som potentielt udvidede anvendelsesområdet for bestemmelsen. Specialet vil søge at afdække netop dette ved at analysere forarbejder til lov nr. 525 fra 2009 og lov 1576 fra 2019 som bl.a. havde til formål, at beskatte kapitalfondspartnere af deres merafkast. I den forbindelse vil specialet afdække hvornår investeringer

---

<sup>1</sup> McKinsey, *Global Private Markets Review 2023*.

foretaget af hhv. fysiske personer og via et holdingselskab bliver omfattet af bestemmelserne i ligningsloven. Specialet har derfor fået følgende problemformulering:

**Hvordan beskattes danske kapitalfondspartnere af carried interest i Danmark ved investering foretaget som hhv. fysisk person eller via et holdingselskab. Hvordan har lovgivningen på området udviklet sig siden implementering i 2009? Herunder også hvordan begrebet "kapitalfond" skal opfattes i dansk ret.**

Følgende underspørgsmål vil i relation hertil blive analyseret for at hjælpe med at belyse problemformuleringen:

- Hvornår finder LL § 16 I anvendelse, og vil det være muligt at undgå carried interest beskatning?
- Er det mere fordelagtigt at investere direkte som fysisk person end via holdingselskab?
- Hvilken rolle spiller Skatterådets bindende svar af 17. november 2020?

## 1.2 - Struktur

Specialets struktur og afsnittenes formål vil blive gennemgået i følgende rækkefølge:

**Kapitel 1** vil introducere emnet herunder problemformulering og relateret problemstillinger, specialets struktur, metode og afgrænsning.

**Kapitel 2** giver en introduktion til emnet kapitalfonde herunder strukturer, selskabsorganer, parter og en kapitalfonds livscyklus og organisation.

**Kapitel 3** sætter rammerne for hvad carried interest er, hvornår bestemmelserne blev indført og i forlængelse heraf vil udviklingen blive analyseret med formålet om at senere kunne bidrage til perspektivering og det efterfølgende afsnit.

**Kapitel 4** behandler ligningslovens § 16 I, og vil analysere bestemmelsens anvendelsesområde både for investeringer foretaget af en fysiske person og indirekte og direkte investeringer gennem holdingselskaber. Kapitalfondsbegrebet vil herunder også blive analyseret nøje. Kapitlet afsluttes med bestemmelsens retsfølge og konsekvenser for kapitalfondspartnere.

**Kapitel 5** vil analysere nærmere på de forskellige allokeringemetoder og hvilken indvirkning de har på det danske realisationsbeskatningsprincip. Hertil hvilken indvirkning det har, når der foretages udlodning til kapitalfondspartnere. Hertil vil der analyseres likviditetsmæssige konsekvenser og løsninger hertil.

**Kapitel 6** vil behandle konklusionen af specialets problemformulering på baggrund af analyserne foretaget i de foregående afsnit. Dette vil resultere i en samlet analyse med formål om at besvare problemformuleringen.

**Kapitel 7** indeholder en perspektivering til emnet og vil gennemgå de problemstillinger og konsekvenser som følge af bindende svar fra Skatterådet i 2020. Dette med formålet om at diskutere forarbejders oprindelige intention og sammenholde det med specialets konklusion.

Til slut vil specialet i **kapitel 8 og 9** indeholde litteratur- og kildelister samt bilag.

### 1.3 - Metode

Til nærværende speciale vil der blive benyttet den retsdogmatiske metode, hvor formålet vil være at belyse problemstillingerne som problemformuleringen ligger op til, herunder udviklingen af LL § 16 I og tilstødende bestemmelser.

Metoden har til formål at analysere juridiske problemstillinger, ved at beskrive, systematisere og fortolke relevante retskilder. På denne baggrund vil der gennem analyse af gældende ret, forarbejder, betænkninger og høringsvar til LL § 16 I, se på bestemmelsens anvendelsesområde og sammenspil med tilstødende bestemmelser. I udarbejdelsen af analysen vil der inddrages relevant juridisk og økonomisk litteratur, til at forstå baggrunden for bestemmelsen og branchen hvori den finder anvendelse.

Indledningsvist vil der igennem specialet blive redegjort for parter, enheder og kapitalfondes typiske strukturer og hensigter, med formålet om at hjælpe læser med bedre at kunne forstå carried interest mekanismen og dens sammenspil med LL 16 I, LL § 16 H og LL § 16 J. Forståelsen for hvordan en kapitalfond og dens parter opererer kan være komplekst at forstå, hvilket specialet derfor vil forsøge at afdække på en overskuelig og simpel måde for at klæde læser på til de efterfølgende afsnit. Der vil i tillæg hertil også blive vist de typiske strukturer, da det vil være nødvendigt for læser at kunne skelne mellem de mange enheder som typisk opererer indenfor en kapitalfond.

Den retsdogmatiske metode har til formål at undersøge gældende ret på området, hvorfor der gennem udarbejdelsen af nærværende speciale er skelnet mellem brugen og vægten af de anvendte retskilder, juridisk faglitteratur og afgørelser.<sup>2</sup> Der er brugt juridisk faglitteratur af ældre dato, men vægten af dette vil stadig være høj, da metoderne, formål og strukturerer stadig vil være gældende på tidspunktet for specialets fremstilling. Hvor der i faglitteraturen er beskrevet lovgivningen og dens virke er dette blevet sammenholdt med nuværende lovtekster og bestemmelser og opdateret herefter. Ved anvendelsen af disse er der fastlagt en hierarkisk rækkefølge. Den hierarkiske rækkefølge er således 1) Loven, 2) retspraksis og herefter 3) den juridiske litteratur.<sup>3</sup>

---

<sup>2</sup> Munk-Hansen, C., *Retsvidenskabsteori (2. udgave, 2018, s. 64*

<sup>3</sup> *Ibid.*, s. 65

Yderligere vil der i specialet blive fremstillet regneeksempler som har til formål at opstille den typiske behandling af standardafkast, merafkast og beskatningen heraf. I forlængelse af dette vil der også opstillet metoder til hvordan en kapitalfond allokerer provenu ved exit og de skatte- og likviditetsmæssige konsekvenser dette har på selskaber og fysiske personer, som modtager merafkast efter LL § 16 I.

#### 1.4 – Afgrænsning

Specialets primære fokus vil omhandle LL § 16 I, som før ændringen ved lov 1575 i 2019, var opdelt som ABL § 17 A og LL § 16 I. I tillæg til disse bestemmelser vil der blive inddraget relevante og tilstødende bestemmelser herunder LL § 16 H og LL § 16 J.

Anvendelsesområdet for LL § 16 I gælder for Kapital- venture- og infrastrukturfonde, hvorfor det for læserens skyld i specialet vil blive refereret samlet til ”kapitalfond” eller ”kapitalfonde”. Indledningsvist vil læser blive introduceret for kapitalfonde, struktur og parter som opererer inden for branchen. Afsnittet vedrørende kapitalfonde skal ses som en simpel introduktion til de vigtigste forhold vedrørende kapitalfonde. Det vil derfor ikke være en komplet oversigt over en kapitalfonds operation og elementer. Dog vil de typiske kapitalfondsstruktur blive behandlet, da det i speciale vil få relevans for analysen af kapitalfondsbegrebet. I denne forbindelse vil relevant lovgivning som FAIF-loven og lign. blive inddraget for at vise et samlet overblik og for at give læser en bredere forståelse for hvordan opsætningen og mekanismerne er i en kapitalfondsstruktur. Desuagtet, vil der blive afgrænset fra andre krav og forhold end nævnt i specialet som FAIF-loven eller andre bestemmelser vil stille til kapitalfonde med det formål at de ikke vil bidrage til specialets løsning på problemformuleringen.

De inddragne regneeksempler vil blive opstillet således, at en eller flere kapitalfondspartnere samlet investerer 1% i strukturen hvorimod investorerne vil investere de resterende 99%. Der vil yderligere blive brugt en akkumuleret hurddlerate på 8% p.a. som forrentning gennem hele specialet, forklaringen herfor findes i specialets afsnit 3. I eksemplerne hvor der er investeret gennem holdingselskab(er), vil ejer(ne) være 100% dansk(e) efter SEL § 1, stk. 1 og dermed fuldt skattepligtige til Danmark. I de tilfælde hvor eksemplerne differentierer herfra, vil det specifikt blive nævnt i tilstødende tekst til eksemplet. Det forudsættes yderligere at afkast som opnås, ikke hidrører fra faste driftsteder eller som led i næringsvirksomhed i forbindelse ved salg af aktier. Carried interest konstruktionen vil blive analyseret uafhængig af management fee og andre relaterede omkostninger til driften af en kapitalfond. Der vil ikke blive inddraget EU-retslige direktiver og forordninger og relateret problemstillinger hertil vil derfor ikke blive behandlet. Der vil i eksemplerne blive lempet efter LL § 33 stk. 1 eller 7 og derfor ikke efter en potentiel dobbeltbeskatningsoverenskomst.



## 2 - Kapital-, venture, og infrastrukturfonde – Private Equity fonde

Beskatningen af kapitalfondspartnerses carried interest, også benævnt i dansk ret som merafkastet, er gældende for partnere i kapital-, venture og infrastrukturfonde som lever op til betingelserne i LL § 16 I. For at simplificere vil Kapital-, venture- og infrastrukturfonde blive benævnt samlet som "Kapitalfond" eller "Kapitalfonde" jf. afgrænsningen i 1.4. Selve strukturen i de benævnte kapitalfonde varierer fra fond til fond alt afhængig af hvilken type og formål. En kapitalfond kan have flere lag af selskaber, hvis formål er at investere i underliggende porteføljeselskaber og via aktivt ejerskab udvikle disse og realisere et attraktivt afkast for investorerne. Gennemgangen i dette afsnit vil derfor tage udgangspunkt i en typisk kapitalfondsstruktur med og uden et såkaldt "carry-vehicle". Uddybning følger straks nedenfor.

### 2.1 – Kapitalfonde – Generelt

Kapitalfonde eksisterer med forskellige formål. Her kan formålet være at investere i tech-virksomheder eller infrastruktur aktiver såsom færger eller betalingsveje. Det afgørende for hvilken type investering er både risikoen samt det forventede afkast hos investorerne. Med en lav risiko følger et forventeligt lavere afkast og omvendt vil en høj risiko omvendt også typisk have potentiale for at give et højere forventet afkast. Fælles for kapitalfonde er dog, at de investerer i selskaber som har potentiale for optimering og dermed et potentielt afkast ved salg. Selskaberne som investeres i kaldes porteføljeselskaber og benævnes ofte som target(s) i investeringsperioden. Segmenterne på porteføljeselskaberne kan være uafhængig af hinanden for at sprede risikoen, men også være tidligere konkurrenter eller lignende selskaber som kapitalfonden har opkøbt for at vækste indenfor det samme segment.

Selskaberne kan både være mindre, familieejede, men også store multinationale selskaber hvor det ofte også er tilfældet, at de er børsnoteret. Efter at have opnået kontrol i target-selskabet, så vil der typisk blive indsat egen ledelse med det formål at kapitalfondens egen dagsorden, strategi og mål realiseres efter bedste mulige procedure for at opnå korrekt og forventet udvikling. Børsnoterede virksomheder vil i samme ombæring også blive afnoteret.<sup>4</sup> Denne ejerskabsform er nærmere benævnt "aktivt ejerskab".<sup>5</sup> Den typiske livscyklus for kapitalfonde vil typisk være mellem 10-12 år, hvor de gennemgår 4 faser: 1. Fundraising og etablering, 2. Investering, 3. Værdiskabelse og 4. Exit.<sup>6</sup> Opkøbte investeringer vil efter aktivt ejerskab, sælges efter 4-7 år. Det er dog set, at Kapitalfonde bibeholder deres investering i en længere periode, såfremt den ikke har været favorable at afhænde. Dette er eksempelvis tilfældet med

---

<sup>4</sup> Krüger Andersen, Thomas, *Private Equity – Transaktioner, aftaler og regulering*, s. 15

<sup>5</sup> DVCA, *Introduktion til venture- og kapitalfonde*, 2016 s. 1

<sup>6</sup> *Ibid.*, s. 1-4

Kapitalfonden Altor, som i 2014 opkøbte Wrist Ship Supply A/S, men først i 2023 har meldt ud at selskabet er sat til salg.<sup>7</sup>

## 2.2 - Stadier, struktur og forretningsmodel

Kapitalfonde gennemgår, som benævnt i 2.1, 4 stadier hvori de påtænker at udforme kapitalfondens forretningsmodel.

### **Ad) 1: Fundraising og etablering af fonden**

Kapitalfonden rejser den fornødne kapital hos investorer, der kan være institutelle eller investorer med den fornødne størrelse af kapital. Oftest er det velhavende familier, pensionskasser, banker og forsikringselskaber.<sup>8</sup> Det hele foregår via en "Fundraising-proces" hvor forvaltningsselskabet undersøger og adresserer potentielle investorer. Desuagtet er det essentielt for investorerne i kapitalfonden, at deres forvaltere i forvaltningsselskabet selv investerer et betydeligt beløb. På denne måde løber begge parter en risiko med deres investering, og kan på den måde også skabe incitament for at sikre højere afkast til alle parter. Såfremt den fornødne kapital er rejst, så vil kapitalfonden blive etableret og næste fase kan påbegyndes.

### **Ad) 2: Investering, due diligence og selektering af selskaber**

Når der succesfuldt er rejst den fornødne kapital og kapitalfonden er etableret, så vil udvælgelsen af potentielle targets påbegynde, hvorpå forvalterne laver den fornødne due diligence. Det vil typisk løbe over en periode på 4-6 år af kapitalfondens levetid. Alt afhængig af fondstype (Kapital-, venture-infrastrukturfond m.fl.<sup>9</sup>), så vil antal porteføljeselskaber og størrelserne på investeringerne differentiere fra kapitalfond til kapitalfond. Typisk vil der blive screenet hundredvis af selskaber og investeret betragteligt i, at få dem undersøgt forud for en endelig investering. Selve investeringen vil typisk tage udgangspunkt i en 50/50% fordeling af egenkapital fra kapitalfonden samt det resterende via gældsfinansiering fra banken. Dette afhænger primært af fondens type og setup og kan derfor variere. Et typisk setup i det opkøbte selskaber er, at de gerne vil bibeholde direktionen og nøglemedarbejdere. Dette gøres via incitament ordninger, også benævnt MIP-programs, hvori de ofte bliver tilbudt at investere i det opkøbte selskab, og derved får mulighed for at realisere et afkast hvis investeringen går godt. På denne måde vil kapitalfondens interessere, såvel som ledelsens, være bibeholdt frem til exit.

---

<sup>7</sup> Børsen.dk (23 marts, 2023), *Kapitalfond sætter OW Bunker-søster til salg: Står til at score milliardbeløb*

<sup>8</sup> Aktive Ejere, *Hvad er en kapitalfond?*

<sup>9</sup> Hemento, *Hvad er en kapitalfond? Vi gennemgår typer af Private Equity-fonde*

Der eksisterer konstruktioner benævnt som "fund-of-funds", hvor de enkelte kapitalfonde medinvesterer i andre kapitalfonde. Normalvis vil den enkelte kapitalfond have et stort antal porteføljeselskaber under sig for at sprede risikoen. Med funds-of-funds vil kapitalfondens investering i et stort antal kapitalfonde dermed multiplicerer antallet af porteføljeselskaber og risikoen spredes yderligere.<sup>10</sup>

### **Ad) 3: Værdiskabelse og aktivt ejerskab**

Opkøbte porteføljeselskaber skal herefter kontrolleres og bestyres. Dette foregår gennem ejerskabsformen "aktivt ejerskab", som tager udgangspunkt i, at kapitalfondens managementselskab deltager aktivt i udformningen og udviklingen af selskaberne via repræsentanter i bestyrelsen og samarbejde med direktion med fokus på overvågning og overholdelse af operationelle målsætninger. Typisk vil der foretages en kapitalindsprøjtning med et formål om at øge væksten via eksempelvis flere medarbejdere eller investeringer i maskiner og markedsføring. Dertil bliver der bidraget med branchekendskab, erfaring og netværk til forretningsforbindelser og ledere. Vækstplaner der ikke var realiseret, fordi kapitalen ikke var mulig at fremskaffe via banker eller investorer, vil være en mulighed i det opkøbte selskab. Det aktive ejerskab har sidste ende det formål at der foretages et exit med et profitabelt afkast.<sup>11</sup>

### **Ad) 4: Exit, afkast og til betaling til investorer**

Ved exitstadiet skal kapitalfonden likvideredes. Forudsætningen er dog at de underliggende porteføljeselskaber skal i) være salgsmoden eller ii) at den korrekte køber er til stede. Hvis den rette exit mulighed melder sig, så har kapitalfonden typisk 3 exit muligheder: 1) Salg til Erhverv/Industriel køber, 2) Salg til anden kapitalfond eller 3) børsnotering. Såfremt et af porteføljeselskaberne viser sig at være yderst attraktivt at sælge, så vil både investorerne og kapitalfondspartnerne have en interesse i, at realisere investeringerne hurtigst muligt.<sup>12</sup> Forrentningen af den investerede kapital vil forbedres, såfremt perioden for investeringen forkortes. Mere herom i afsnit 3.

Om exit, via den ene eller anden metode, er mere fordelagtig en de andre, kan ikke siges. Ofte vil synergier hos køberne spille en væsentlig rolle for købsprisen. Det vil derfor typisk være forskellige købere til de forskellige segmenter af porteføljeselskaber.

## 2.3 - De forskellige parter i en kapitalfond

Som benævnt i forrige afsnit, så differentierer strukturen fra kapitalfond til kapitalfond. Strukturen vil dog formentlig altid indeholde:

---

<sup>10</sup> Krüger Andersen, Thomas, *Private Equity – Transaktioner, aftaler og regulering*, s. 25

<sup>11</sup> DVCA (Danish Venture Capital & Private Equity Association), *Introduktion til venture- og kapitalfonde*, 2016

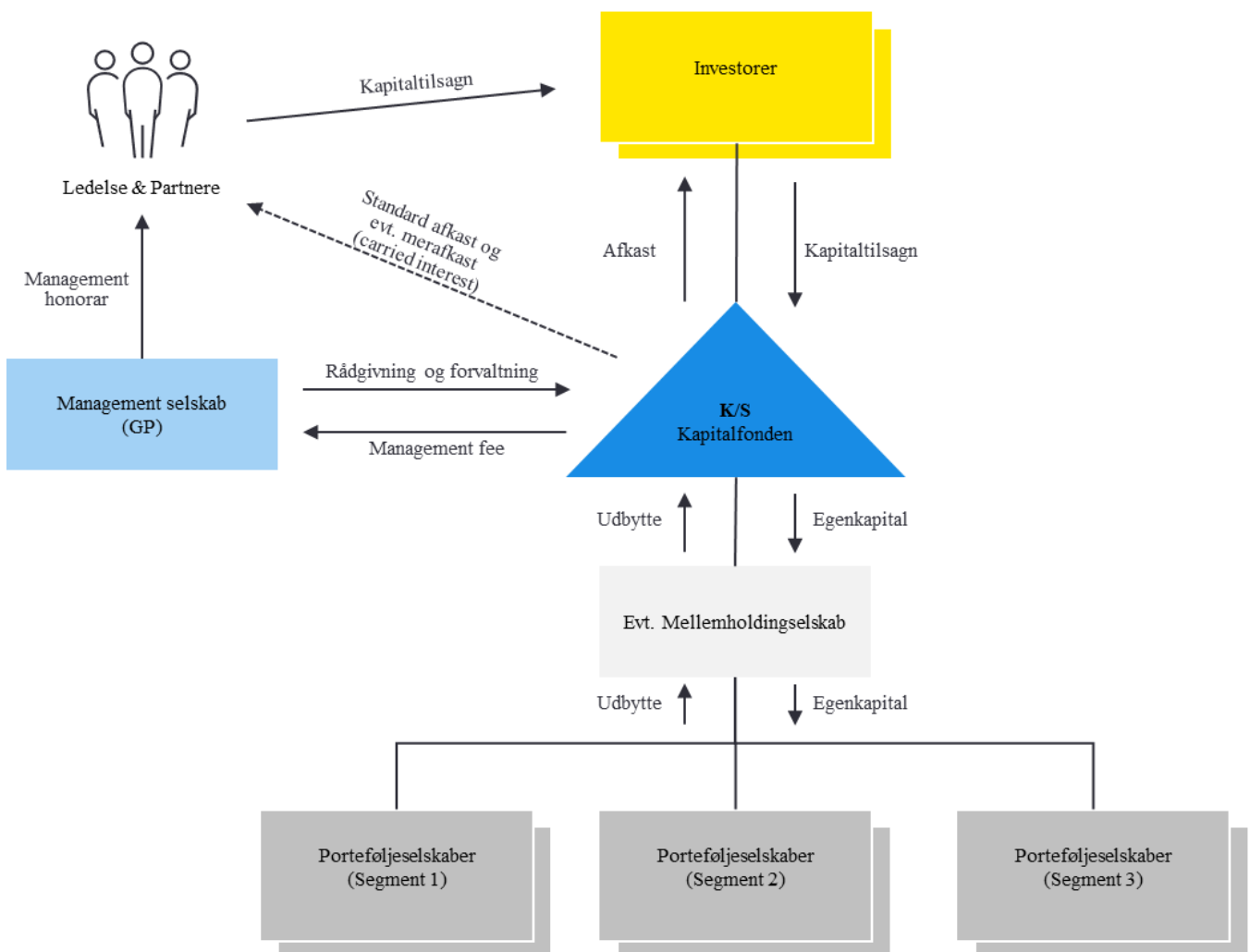
<sup>12</sup> Ibid.,

- Investorerne
- Kapitalfonden
- Komplementaren
- Managementselskabet
- Kapitalfondspartnerne
- Porteføljeselskab(er)

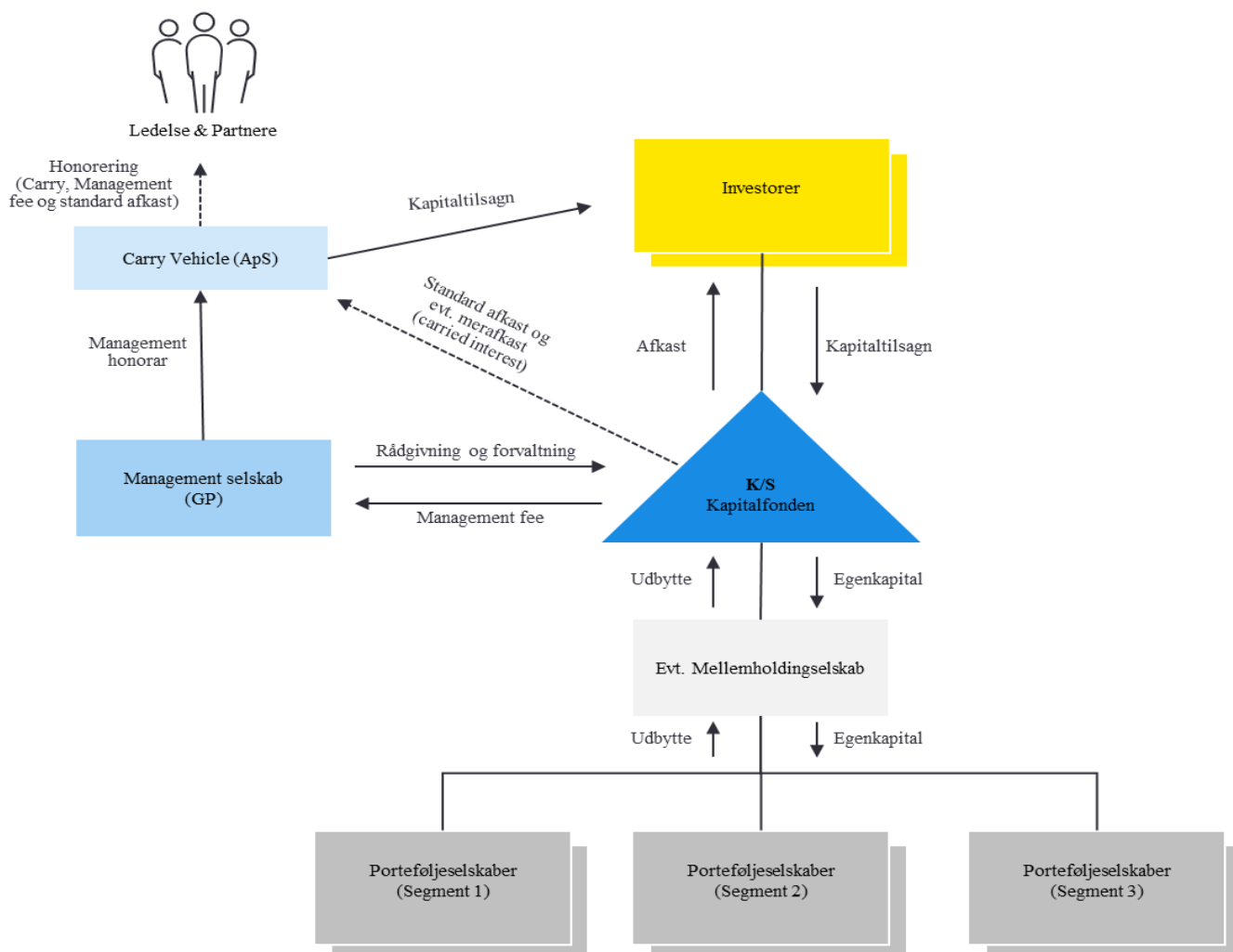
Det er dog også set, at en kapitalfondsstruktur også indeholder flere mellemholdingselskaber og et Carry-vehicle som stiftes og ejes i fællesskab af kapitalfondspartnerne.

- Carry-Vehicle
- Eventuelle mellemholdingselskaber

Se eksempler nedenfor:



Eksempel 1 – Struktur eksklusiv Carry-vehicle, egen tilvirkning med inspiration fra Private Equity –  
 Transaktioner, Aftaler og Regulering.<sup>13</sup>



Eksempel 2 – Struktur inklusiv Carry Vehicle, egen tilvirkning med inspiration fra Private Equity –  
 Transaktioner, Aftaler og Regulering.<sup>14</sup>

2.3.1 - Kapitalfonden

Kapitalfonden etableres ofte som et kommanditselskab (K/S), hvor investorerne deltager som kommanditister. Desuagtet, så vil kapitalfonden også kunne etableres som et Aktieselskab eller anpartsselskab. Samtidig vil der anvendes et ApS eller A/S som kommanditselskabets komplementar. I dette tilfælde vil managementselskabet indtræde som komplementar. Der vil mellem komplementarselskabet og kommanditisterne oprettes en kommanditselskabsaftale. En sådan aftale vil

<sup>13</sup> Krüger Andersen, Thomas, *Private Equity – Transaktioner, aftaler og regulering*, s. 38

<sup>14</sup> *Ibid.*, s. 38 og 69

blive uddybet i efterfølgende afsnit. Kommanditselskabsformen er den mest udbredte og er lig den Amerikanske selskabsform "*Limited Partnership*" (LP). En af grundene til dette er den mest udbredte selskabsform er, at selskabet er skattetransparant og konsekvenser heraf er at investorerne bliver beskattet direkte af deres investering, som havde de foretaget investeringen selv.<sup>15</sup> Derved vil der ved exit kunne undgås en dobbeltbeskatning når der afhændes porteføljeselskaber i kapitalfonden. Investorerne (kommanditisterne) hæfter begrænset, hvilket resulterer i at de ikke kan hæfte med mere end de har investeret i kapitalfonden (kommanditselskabet). Desuagtet, så hæfter komplementaren for hele kapitalfondens gæld, hvilket også er derfor at komplementaren bliver stiftet som et ApS eller et A/S. Mere om komplementaren straks nedenfor.

### 2.3.2 - Komplementaren

Hvor kommanditisterne hæfter begrænset med deres investerede indskud, så hæfter komplementaren ubegrænset og solidarisk for kapitalfondens gæld. Der indsættes et kapitalselskab (et A/S eller ApS) med det formål, at komplementarens hæftelse reelt begrænses til den kapital som er indskudt i selskabet. På denne måde minimeres risikoen til kun at omfatte selskabet.<sup>16</sup> Komplementar selskabet ejes normalvis af kapitalfondspartnerne og ledelsen i managementselskabet. Komplementaren vil have en vidtgående kompetence og bemyndigelse til at fortage hvad komplementaren anser for nødvendigt og hensigtsmæssigt for at udføre kapitalfondens formål. Det kan være pligter og rettigheder i relation til investeringer og tidspunktet for en eventuel exit. Der aftales i kommanditselskabsaftalen en række forpligtelser i form af "positive covenants" og samtidig forbyder en række andre handlinger i form af "negative covenants". Positive covenants kunne tiltænkes at være forpligtelse til at medinvestere i kapitalfonden, supplere teamet i tilfælde af at nøglepersoner fratræder, beskytte kapitalfondens aktiver, kvartalsvise eller halvårslige afrapportering til investorerne og løbende værdiansættelse af porteføljeselskaberne m.fl. Negative covenants ville eksempelvis være, at investere i andre kapitalfonde, at der optages lån til at finansiere andre investeringer, en såkaldt gearing af kapitalen, investering i børsnoterede værdipapirer, geninvestering af provenu fra salg af porteføljeselskaber, optagelse af nye nøglepersoner m.fl.<sup>17</sup> Det varierer fra aftale til aftale af omfanget af positive og negative covenants, og negative covenants kan sagtens være positive i en anden aftale. Eksempelvis kan det være et krav fra investorerne, at der skal optages lån og dermed geare investeringerne og på denne måde opnå et langt højere rådighedsbeløb til at investere i porteføljeselskaber.

---

<sup>15</sup> Krüger Andersen, Thomas, *Private Equity – Transaktioner, aftaler og regulering*, s. 38-39

<sup>16</sup> *Ibid.*, s. 57

<sup>17</sup> *Ibid.*, s. 64

Komplementaren og managementselskabet kan være i et og samme selskab. Det er dog typisk set at de er opdelt i hver sit selskab. Der gælder dog retningslinjer for hvordan der kan og skal afgrænses i forhold til retningslinjer og forpligtelser overfor Kapitalfonden, og det kan have betydning for hvilket selskab der vil blive anset som forvaltningsselskabet efter lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. (herefter "FAIF"). Efter FAIF skal forvaltningsselskabet have tilladelse af Finanstilsynet til at forvalte og håndtere en kapitalfond. Der gælder derfor regler vedrørende etablering, kapital, organisation og virkemåde, som skal overholdes af forvaltningsselskabet.<sup>18</sup> Såfremt det ikke er tilfældet, så vil komplementarselskabet risikere at blive begrænset.

### 2.3.3 - Management selskabet

Managementselskabet er ansvarlig for den daglige ledelse og administration af kapitalfondens virksomhed, hvilket bl.a. omfatter at lave den fornødne due diligence, undersøge markeder og potentielle porteføljeselskaber samt deltage i ledelsen og udviklingen af porteføljeselskaberne, som ejes af kapitalfonden. Såfremt der ikke er et selvstændigt managementselskab (Eller opgaverne er blevet begrænset af FAIF jf. tidligere afsnit), så vil disse funktioner varetages af komplementaren af kapitalfonden.<sup>19</sup> Belønningen for at håndtere disse opgaver vil blive betalt i et årligt honorar som bliver udbetalt til management selskabet. Dette fee er benævnt "Management fee" og bliver henregnet til betaling af lønninger til ledere, medarbejdere og kapitalfondspartnerne. Der bliver typisk fastsat en til en fast procentdel, som vil ligge mellem 1,5-2,5% af det samlede investeringstilsagn. Dette er forudsat at bestemte mål og at den tilgængelige kapital er blive fuldt ud investeret.<sup>20</sup> International Limited Partnership Association (Herefter "ILPA") anbefaler, at management honoreret skal være baseret på rimelige driftsomkostninger og rimelige lønninger, da for høje honorarer fører til "*misalignment of interest*", hvilket vil sige, at kapitalfondspartnerne vil miste incitament til at arbejde for et eventuelt merafkast.<sup>21</sup> Som en naturlig del af managementselskabets opgave, skal der aflægges rapport til kommanditisterne i kapitalfonden. Ofte foregår dette kvartalsvis, hvor der bl.a. bliver rapporteret om nøgletal både for kapitalfonden men også for porteføljeselskaberne. Typisk vil der henvises til EVCA's<sup>22</sup> "*reporting guidelines*".<sup>23</sup> Det forekommer ofte, at managementselskabet administrerer flere fonde på én gang. Eksempelvis står Polaris Management A/S, registeret som forvalter af 7 kapitalfonde hos Finanstilsynet.<sup>24</sup>

---

<sup>18</sup> Krüger Andersen, Thomas, *Private Equity – Transaktioner, aftaler og regulering*, s. 107

<sup>19</sup> Ibid., s. 59

<sup>20</sup> Ibid., s. 60

<sup>21</sup> Ibid., s. 60

<sup>22</sup> The European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA)

<sup>23</sup> Krüger Andersen, Thomas, *Private Equity – Transaktioner, aftaler og regulering*, s. 71

<sup>24</sup> Finanstilsynets virksomhedsregister, [Søg virksomheder \(finansstilsynet.dk\)](http://www.finanstilsynet.dk)

Kapitalfondspartnerne kan derfor, i et vidst omfang, være berettiget til at modtage store summer af merafkast, i tilfælde af at flere af de administrerede kapitalfonde leverer tilfredsstillende resultater.

#### 2.3.4 - Investorerne

Ved oprettelsen af kapitalfonden, så vil kapitalfondspartnerne opsøge investorer med formålet om at fremskaffe den fornødne kapital. Investorer med den fornødne kapital kan omfatte både institutelle investorer, men også private med den fornødne kapital. Oftest er det velhavende familier, pensionskasser, banker og forsikringsselskaber. Et skandinavisk eksempel er EQT, hvor Wallenberg familien i 1994 via deres familieejet investeringsselskab var med at grundlægge og opstarte EQT's første Private Equity fond.<sup>25</sup> I dag har de kapitalfonde med investeringer verden over. Kapitalfonde kan også have henvende sig til detailinvestorer. Dette vil dog kræve en helt speciel licens hos Finanstilsynet med strengere krav, da de ikke anses som professionelle investorer jf. FAIF § 3 stk. 1 nr. 42.

Investorerne har den fornødne risikovillige kapital, som kan stilles til rådighed for kapitalfonden og dermed kan give kapitalfonden lov til at investere i porteføljeselskaber, som kan være på et stadie hvor de har brug for påkrævet udvikling og kapital. Alt afhængig af hvilket type kapitalfond de vælger at investere i, så er risikoen også tilpasset heraf. F.eks. vil en investering i en venturefond typisk kunne give et højere afkast, da porteføljeselskaberne som investeres i, er i udviklingsfasen hvilket medfører en højere risiko. Samtidig vil investeringerne være langt mindre og kan derfor sprede kapitalen ud til langt flere porteføljeselskaber som har større potentiale til at give et højere afkast. Investorerne vil opnå en forretning på deres indskud samt en stor andel af det samlede merafkast, såfremt investeringerne har været mere end tilfredsstillende. Nogle investorer foretager også Co-investeringer i porteføljeselskaberne under kapitalfonden for at opnå et højere afkast. Dette kan være for at underminere managements honorar, da deres investering vil reducere afkastet som udloddes til kapitalfonden og deraf en reduktion i den årlige procentandel i det samlede investeringstilsagn. Dette er selvfølgelig afhængig af de enkelte kommanditselskabsaftaler og hvilke covenants som aftales mellem kapitalfondspartnerne og investorerne. Det kan derfor gælde i den ene kapitalfond, hvor det i en anden slet ikke er aktuelt.

#### 2.3.5 - Kapitalfondspartnerne

Kapitalfondspartnerne er dem som overordnet står for kapitalfondens drift og investeringer. Det er normalt påkrævet fra investorerne, at kapitalfondspartnerne medinvesterer en bestemt procentdel af det samlede kapitalkrav, for at øge deres incitament til at kapitalfonden leverer et merafkast og de dermed også

---

<sup>25</sup> EQT-Gruppen, *History*, [History \(eqtgroup.com\)](http://History(eqtgroup.com))



samtidig selv løber en risiko ved investeringen. De er aflønnet gennem årlige management fees og et eventuelt merafkast, benævnt carried interest, som investeringerne kunne bære. De vil med deres medinvestering være berettiget til et standardafkast med en forretning svarende til 8%. Dette kaldes en såkaldt "hurdlerate" og vil blive uddybet i afsnit 3. Kapitalfondspartnerne vil typisk have ret til 20% af merafkastet, også selvom deres samlede investering i kapitalfonden kun har været 1-3%. Det er denne skævvridning af merafkastet, som er hovedfokuset i dette speciale. Mere herom i de efterfølgende afsnit.

Kapitalfondspartnerne kan vælge at investere som fysisk person direkte i kapitalfonden, eller direkte eller indirekte gennem et holdingselskab ejet personlig af kapitalfondspartnerne. Kapitalfondspartnerne kan også vælge at investere samlet i et "Special Purpose Vehicle" (Herefter "SPV"), et såkaldt Carry-vehicle, hvor de med deres investering vil eje en andel af selskabet, og dermed være berettiget til eventuelt udbytte og afkast svarende til deres andel. Nærmere om Carry-vehicle og deres formål straks i afsnit 2.3.7.

### 2.3.6 - Porteføljeselskaberne

Porteføljeselskaberne i en kapitalfondsstruktur er nøje udvalgt og undersøgt forinden investering og overtagelse af kapitalfonden. Alt afhængig af fondstypen og formål, så er porteføljeselskaberne i et stadie hvor de typisk har et uudnyttet potentiale, som selskabet endnu ikke har formået at opnå. Dette kan skyldes mangel på kapital eller forkert ledelse. Med bidrag fra kapitalfonden og kapitalfondspartnerne vil de med deres brede netværk kunne bidrage med viden og kapital til vende situationen i porteføljeselskabet. Ofte er det selskaber som allerede er godt etableret og veldrevet, men kun mangler en kapitalindsprøjtning til at kunne opnå dets mål. Her vil ledende medarbejdere (Key-persons) typisk blive tilbudt at blive i porteføljeselskabet ved overtagelsen, med et påkrav om at medinvestere på et niveau i kapitalfondsstrukturen. På samme måde bibeholdes der vigtige medarbejdere og samtidigt bibeholder det samme incitament til at drive virksomheden videre. Den skattemæssige diskussion om hvorvidt disse medarbejdere vil kunne blive anset for omfattet af carried interest beskatningen vil blive drøftet i de efterfølgende afsnit i specialet.

### 2.3.7 - Carry-Vehicle

Kapitalfondspartnerne vil i nogle tilfælde vælge at etablere et såkaldt "carry-vehicle". Selve selskabet er et såkaldt Special Purpose Vehicle. Typisk er det etableret som et A/S eller ApS, hvor formålet vil være at kapitalfondspartnerne i fællesskab, ejer en samlet andel i kapitalfonden og udloddes afkast baseret på den ejerandel kapitalfondspartneren har i selskabet. Carry-vehicle kan både være etableret som

komplementarselskabet og som en selvstændig juridisk enhed alt afhængig af hvilken konstruktion der ønskes fra kapitalfondspartnerne.<sup>26</sup>

En sådan konstruktion giver dem også mulighed for at kunne investere samlet og direkte i porteføljeselskaberne. Det er dog ikke sikkert at alle investorer tillader direkte investeringer foretaget i porteføljeselskaberne, da de vil minimere investorernes afkast i kapitalfonden. Specialet vil ikke gennemgå fordele og ulemper ved anvendelsen af sådan en enhed.

## 2.4 - Delkonklusion

Kapitalfonde er komplekse, og antallet er selskabsorganer varierer hvilket også betyder at strukturerne kan være komplekse eller simple. De kan både indeholde en komplementar, managementselskab og dertil et carry-vehicle hvor de i andre konstruktioner kun indeholder en komplementar som operer som managementselskab og carried interest bliver distribueret direkte til kapitalfondspartnerne. Det kan derfor være svært at simplificere den typiske kapitalfond, da de afhænger af hvordan den ønskes forvaltet og hvordan der ønskes investeret, både fra påkrav af investorerne men også fra kapitalfondspartnerne selv. Den typiske konstruktion vil i tillæg til Kapitalfonden indeholde en komplementar som oprettes som et aktie- eller anpartsselskab formål om at begrænse hæftelsen i tilfælde af tab i Kapitalfonden.

Forvaltningen af en kapitalfond tilfalder typisk managementselskabet, og dermed er det også et påkrav efter FAIF, at selskabet er registeret som forvalter hos finanstilsynet såfremt at visse kriterier er opfyldt heriblandt kapitaltilførslen i Kapitalfonden.

Aftalemæssigt vil de benævnte covenants hjælpe investorerne med at få indflydelse på hvordan kapitalfonden skal opereres. På denne måde kan de passivt fra start lave betingelser, som ifølge dem, vil bidrage med en succesfuld ud- og afvikling af kapitalfonden.

Porteføljeselskaberne bliver nøje udvalgt efter et betydeligt antal af due diligences på det segmentmarked som har fokus hos kapitalfondspartnerne. De skal have investeret den fornødne aftalte kapital for at opnå bestemte mål, med formål om at opretholde et højt management fee. Dette sikrer managementselskabet kan betale lønninger til kapitalfondspartnere, ledere og medarbejdere som er ansat til at vedligeholde og operere de mange porteføljeselskaber. I sidste har det aktive ejerskab det formål at sælge porteføljeselskaberne når de er modne med profit for øje. Korrekt forvaltning af et stort antal porteføljeselskaber, vil kunne muliggøre et stort afkast på den investeret kapital til både kapitalfondspartnerne og investorerne.

---

<sup>26</sup> Krüger Andersen, Thomas, *Private Equity – Transaktioner, aftaler og regulering*, s. 69

Kapitalfondspartnerne vil med deres medinvestering i kapitalfonden få skabt incitament til at en succesfuld afvikling af kapitalfonden, og dermed vil de kunne se frem til et betydeligt beløb af det carried interest som de kan formå at skabe i kapitalfondens levetid. Carried interest mekanismen vil blive gennemgået nedenfor.

### 3 - Carried interest

Carried interest er en mekanisme som primært er brugt som led i investeringer foretaget i kapital-venture- og infrastrukturfonde med formålet om, at honorere kapitalfondspartnerne såfremt kapitalfonden har overpræsteret og leveret et merafkast, også benævnt som "carried interest". Som nævnt i kapitel 2, så er det typisk et påkrav fra investorerne om, at kapitalfondspartnerne medinvesterer i Kapitalfonden. Beløbet de medinvesterer vil ofte være mellem 1-3% af det samlede kapitaltilsagn i kapitalfonden.

Medinvesteringen skal virke som incitament for kapitalfondspartnerne, både i forhold til risiko og mulig fortjeneste, men også til at forvalte en succesfuld kapitalfond.

Kapitalindsuddet fra investorerne og kapitalfondspartnerne vil stille et krav om en årlig forrentning, et såkaldt minimumsafkastkrav. Minimumsafkastet er defineret i branchen som hurdleraten. Hurdleraten er udregnet efter "*Internal Rate of Return*" (Herefter "IRR"). Investorerne vil have deres kapital bundet i op til flere år, og det er derfor vigtigt at den bliver udnyttet korrekt. Hvis ikke det er tilfældet, og de f.eks. vil kunne have opnået et højere afkast ved investering i børsnoterede aktier eller i obligationer, så står investorerne til at både at miste tid og et potentielt afkast. Der bliver derfor nøje udvalgt mellem hvilke investeringer, der med den mindste risiko, kan give det højeste afkast set i forhold til andre muligheder på markedet. ILPA, som er en international brancheorganisation for Kapitalfonde, udgav i 2020 nye kontraktmodeller som indeholder de typiske normer i branchen, herunder en hurdlerate på 8%.<sup>27</sup> Det forlyder således i ILPA's kontraktmodel, at "*Preferred Return means, with respect to each Partner (other than an Affiliated Partner), as of any date of determination, such amount as is equal to an annual rate of return of [8]%, compounded annually and calculated daily on the Capital Contributions made by such Limited Partner, calculated from the date of receipt of each such Capital Contribution by the Fund (...).*"<sup>28</sup> Der vil derfor gennem specialet taget udgangspunkt i denne hurdlerate som udgangspunkt i de kommende udregninger. Sammenlignes den nuværende tilstand på investeringsmarkedet generelt, så vil et afkast krav på 8% sikre investorerne et relativt højt afkast, set i forhold til andre muligheder på investeringsmarkedet.<sup>29</sup>

---

<sup>27</sup> Institutional Limited Partners Association (ILPA), *Whole of fund Model limited partnership agreement*, s. 11 specificeret under "Preferred Return".

<sup>28</sup> Ibid., s. 11 specificeret under "Preferred Return"

<sup>29</sup> Danske Bank, *Krig i Ukraine skaber usikkerhed på bolig- og aktiemarked*

Hurdleraten er akkumuleret årligt med 8%, og vil blive regnet fra den dag investorernes kapital anvendes i en investering. Eksempelvis vil investorerne samlet give et kapitaltilsagn på 100 millioner, men kapitalfonden foretager først investeringer i år 5,6 og 7 i forbindelse med opkøb af porteføljeselskaber. Forrentningen af de 8%, vil derfor først henregnes på tidspunktet investeringerne bliver foretaget af kapitalfonden, og i dette tilfælde vil det være i år 5,6 og 7. Mere herom i første regneeksempel nedenfor.

Kapitalfondspartnerne og de ansatte medarbejdere vil årligt også modtage et management fee mellem 1-2,5% af det samlede kapitaltilsagn. Dette beløb vil ikke indgå i beregningen af merafkastet og vil blive beskattet som almindelig lønindkomst hos det enkelte individ. Tidligere er der dog set konstruktioner hvor management fee indeholdt en carried interest mekanisme. I SKM2010.76ØLR, blev der i kommanditselskabsaftalen aftalt forskellige mekanismer som udløste et større management fee. Her mente spørger, at de var berettiget til fuldt ud at kunne fradrage alle omkostningerne relateret til management fee'et, som over en årrække blev oppebåret til at være over 30 millioner kr. Der blev i sagen afgjort, at en del af omkostningerne relaterede sig direkte til at erhverve og vedligeholde ventureselskabet. Den resterende andel af management fee blev anset som en såkaldt bonus til modtagerne, hvor de relateret omkostninger ikke var fradragsberettigede.<sup>30</sup>

Der bliver i kommanditselskabsaftalen aftalt fordeling af eventuelt merafkast såfremt kapitalfonden viser at generere et væsentligt bedre afkast, som dermed overgår den akkumulerede hurdlerate på de 8%. Som nævnt i afsnit 2, så vil investorerne give kapitalfondspartnerne incitament til at arbejde for det bedste mulige resultat. Dette gøres ved at give investorerne en større del af det merafkast som de formår at præstere ved exit. Typisk er der lavet en 80/20 fordeling af dette merafkast, hvor investorerne får 80% og de resterende 20% tilfalder kapitalfondspartnerne. Der sker dermed en skævvridning af fordelingen set i forhold til den investerede kapital, og det dette afkast som betegnes som "*carried interest*." Fordelingen på hhv. 80/20 kan være forskellig fra kapitalfond til kapitalfond. Denne fordeling ses dog som standard, både i ILPAs kontraktmodel, men også i forarbejderne til lov 525 fra 2009.<sup>31</sup> Der findes andre mekanismer, hvor fordelingen sker efter en såkaldt "Catch up"-bestemmelse. Eksempelvis vil oppebåret merafkast op til 20% tilfalde kapitalfondspartnerne 100%, hvorefter de resterende 80% vil blive delt 80/20 mellem investorerne og kapitalfondspartnerne.<sup>32</sup> En sådan mekanisme bliver aftalt i kommanditselskabsaftalen. De kommende udregninger vil tage udgangspunkt i en carried interest fordeling, hvor der ikke indgår en catch-up bestemmelse.

---

<sup>30</sup> SKM2010.76ØLR

<sup>31</sup> LFF 2009-04-22 nr. 202

<sup>32</sup> Eisner Amper, *Using Waterfalls to Allocate an Investment's Distributable Proceeds: GP Catch-Ups with Examples*, 2023

Alt afhængig af hvilken metode det samlede afkast bliver allokeret efter så vil afkastet blive distribueret efter den aftalte rækkefølge. Der vil blive gennemgået de forskellige allokeringsmetoder i afsnit 5. Merafkastet vil ikke blive distribueret hvis nedstående punkter ikke først er betalt til investorerne. Samlet set vil afkast fordelingen ske i følgende rækkefølge:

1. Tilbagebetaling af indskudt kapital til investorerne i kapitalfonden;
2. Dernæst betales investorerne deres akkumulerede forretning af hurdleraten på 8%;
3. Merafkast til investorer og kapitalfondspartnerne med hhv. 80/20 fordeling.

I nedstående eksempel vil der blive taget ud i en simpel afkastfordeling som vil ende med et merafkast til hhv. investorerne og kapitalfondspartnerne. Her vil investorerne samlet have investeret 1.000 i år 0 hvorefter den realiseres i år 5. Med en årlig akkumuleret hurdlerate på 8% vil investorerne derfor ende med en forretning af deres indskud på 469.

År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5
1.000	1.080	1.166	1.260	1.360	1.469
<b>Carried interest mekanismen – Forsimplet eksempel</b>					
Investorenes indskud (99%)					970
Partnernes indskud (1%)					30
Samlet indskud					1.000
Samlet provenu					5.000
Tilbagebetaling af indskud					- 1.000
Forretning af indskud (Hurdle rate på 8% p.a.)					- 469
Overskydende afkast ved exit					3.531
Afkast til investorer (80%)					2.825
<b>Carried interest - Partnere (20%)</b>					<b>706</b>

Figur 1. – Egen tilvirkning

I figur 1 er der investeret samlet 1.000 i et underliggende porteføljeselskab. Ud af de 1.000 har investorerne investeret de 99% og de resterende 1% er investeret af kapitalfondspartnerne. Ved salget af det underliggende porteføljeselskab vil kapitalfonden generere 5.000 i provenu. Ved brug af ovenstående overskudsdeling fordeles provenuet ud til investorerne og kapitalfondspartnerne. Først tilbagebetales indskuddet på de 1.000, dernæst vil investorerne, baseret på deres respektive andel, få udbetalt forretningen af hurdleraten på de 8% p.a. I dette tilfælde vil det være de 469. De giver dermed et resterende afkast på 3.531, som skal fordeles efter hhv. 80/20 til investorerne og kapitalfondspartnerne. Der opstår dermed skævvridning, og kapitalfondspartnerne vil med deres 1% af indskuddet generere et merafkast på 706. Det er bl.a. denne skævvridning som carried interest beskattes. Mere herom i afsnit 4.0

### 3.1 – Retstilling før L 2009-06-12 nr. 525

Før der fra lovgivers side blev indsat bestemmelserne, der skulle korrigere og beskatte det merafkast som efter en skævvridning blev tildelt kapitalfondspartnerne, så så lovgivningen helt anderledes ud. Det var oprindeligt sådan, at kapitalfondspartnerens merafkast efter dagældende ret blev anset for at være aktieafkast (og dermed aktieindkomst), når investeringen blev foretaget direkte af kapitalfondspartneren selv. Dertil blev investeringer som blev foretaget indirekte eller direkte gennem et privat holdingselskab anset for at være et skattefrit afkast for investeringsselskabet, når aktierne blev ejet i 3 år eller mere. Kapitalfondspartnerens afkast fra investeringsselskabet blev dengang beskattet som aktieindkomst. Det blev således dengang accepteret, at kapitalfondspartnerens indskud bar mere afkast end indskud foretaget af de øvrige investorer og at denne skævvridning ikke resulterede i, at afkastet ville skifte karakter fra at være aktieindkomst til erhvervsindkomst (personlig indkomst).<sup>33</sup>

### 3.2 – L 2009-06-12 nr. 525

I 2009 blev regerings Forårspakke 2.0 indført, der bl.a. indebar nye særregler om beskatning af kapitalfondspartnerens carried interest, som blev oppebåret af merafkastet ved afviklingen af en succesfuld kapital- og venturefond. Det overordnede formål var at skabe neutralitet mellem lønindkomstbeskatning og carried interest elementet i kapital- og venturefondes merafkast.<sup>34</sup> Grundet internationale tendenser var denne regulering nu også nået til Danmark.<sup>35</sup> Dette blev udformet ved lov nr. 525 d. 25-09-2009. Med sig havde loven 3 nye bestemmelser, ABL § 17 A, LL § 16 I og LL § 16 J, som alle skulle regulere beskatningen af kapitalfondspartnerne. Formålet med ABL § 17 A var at regulere kapitalfondspartnerens investeringer, som var foretaget direkte i kapitalfonden og via denne investering havde en fortrinsstilling til at modtage et merafkast. LL § 16 I var også for at regulere investeringer foretaget i fonden, dog skulle investeringen være foretaget indirekte eller direkte gennem kapitalfondspartnerens personlige holdingselskab, hvor det så yderligere ville betyde at aktieindkomsten vil blive CFC-beskattet. LL § 16 J var indsat for at give kapitalfondspartnerne mulighed for at lave et såkaldt "clawback" på deres allerede betalte skat, i situationer hvor der var blevet betalt skat af et ikke realiseret merafkast. I lovens første udkast, var der oprindeligt ikke inkluderet LL § 16 J, men DVCA (nu Aktive Ejere) gjorde i en høring, den daværende minister, opmærksom på problemstillingen.<sup>36</sup> Konsekvensen heraf var at ministeren i andet lovforslag havde inkluderet LL § 16 J som en konsekvens af LL § 16 I og ABL § 17 A u hensigtsmæssighed overfor beskatning af ikke realiseret merafkast. Begrundelsen for dengang at inkludere de nye bestemmelser var

---

<sup>33</sup> LFF 2009-04-22 nr. 202

<sup>34</sup> Bundgaard, Jakob, *Kapitalfonde i dansk og international skatteret*, s. 319.

<sup>35</sup> TFS 2009, 836, s. 1

<sup>36</sup> Høringssvar til DVCA, L 202, 2008/2009, bilag 37

primært, at lovgiver mente at det oppebårne merafkast var resultatet af investorernes vederlag til kapitalfondspartnerne for deres "knowhow", indsats ved etablering, drift og en succesfuld afvikling af kapitalfonden ved exit.<sup>37</sup> Det fremgår af forarbejderne, at *"der er ikke noget, der taler for, at partnernes indskud bærer mere afkast, når der ikke er forskel på risikoen ved investeringen. Partnernes merafkast må anses for en bonus for en succesfuld afvikling af kapitalfonden."*<sup>38</sup> Derfor var lovgiver af den holdning, at merafkastet skulle reguleres således, at det skulle karakteriseres som personlig indkomst frem for aktieindkomst, når det gjaldt direkte investeringer af kapitalfondspartneren, mens investeringer gennem private holdingselskaber blev CFC-indkomst beskattet.

### 3.3 – L 2019-12-27 nr. 1576

Med L 2019-12-27 nr. 1576 blev ABL § 17 A ophævet samtidig med at LL § 16 I blev justeret og udvidet således at den både omfattede personlige investeringer i kapitalfonde og investeringer i kapitalfonde gennem personlige ejet holdingselskaber. Yderligere indebar der til den nye affattede LL § 16 I også at udvide anvendelsesområdet til også at omfatte investeringer foretaget via infrastrukturfonde. Dette fik betydning for investeringer foretaget i transportinfrastruktur, hospitaler, telekommunikationsanlæg, og infrastruktur inden for forsyningssektorerne, herunder anlæg til energiproduktion eller energitransmissions- og energiforsyningsanlæg og -faciliteter.<sup>39</sup> Hvor det med Lov nr. 525 var muligt at opnå merafkast som blev beskattet som kapitalindkomst fremfor personlig indkomst, så blev det med lov nr. 1576 ændret således, at oppebåret merafkast som var opnået via udlån til kapitalfonden og/eller virksomheder, som kapitalfondens investeringer foretages i, også blev omfattet af carried interest beskatning. Dette betød at afkast som før var kapitalindkomst blev omklassificeret til at være personlig indkomst eller CFC-indkomst. Med andre ord, så blev merafkast opnået via fremmedkapital også omfattet med den nye bestemmelse. Begrundelsen var i forarbejder at *"Som beskrevet (...) bør sådanne merafkast i overensstemmelse med det overordnede formål i alle tilfælde beskattes som personlig indkomst."*<sup>40</sup> Det resulterede derfor i at der også kunne opnås en fortrinsstilling, når det var aftalt at den skattepligtiges forholdsmæssige andel af resultatet af investeringerne foretaget via fonden, overstiger den skattepligtiges forholdsmæssige andel af den samlede investerede kapital, idet den samlede investerede kapital omfatter både ansvarlig kapital og lånekapital indskudt af deltagere i fonden.<sup>41</sup>

---

<sup>37</sup> LFF 2009-04-22 nr. 202

<sup>38</sup> Ibid.

<sup>39</sup> LFF 2019-10-01 nr. 4

<sup>40</sup> Ibid.

<sup>41</sup> Ibid.

I forarbejderne blev der også præciseret hvad der menes med kontrolbetingelsen i LL § 16 I stk. 1, 2. pkt. Ordlyden blev derfor justeret til at personer opfyldte kontrolbetingelsen, som følge af deltagelse i ledelsen eller driften af fonden eller i virksomheder ejet af fonden, forsat ville skulle anses for at kontrollere selskabet, selv om vedkommende ikke længere varetog de pågældende opgaver.<sup>42</sup> Baggrunden herfor var at Skattestyrelsen havde oplyst, at der efter den dagældende bestemmelse kun kunne foreligge kontrol så længe den skattepligtige faktisk varetog ledelse- og driftsopgaver og det dermed var naturligt at præcisere ordlyden med henblik på at der ikke vil kunne rejses fremadrettet tvivl om fortolkningen af kontrolbegrebet i denne bestemmelse.

Til lov nr. 1576 blev der yderligere tilføjet en oplysningspligt med formålet om at sikre at Skatteforvaltningen mulighed for at kontrollere, at betingelserne for skattefrihed efter LL § 16 I stk. 7 er opfyldt. Der er derfor tilføjet et krav om at oplyse told- og skatteforvaltningen hvorledes det skattepligtige merafkast er opgjort. I forarbejder blev dette begrundet med at *"Formålet med den foreslåede bestemmelse er at sikre, at der fremover vil skulle afgives de oplysninger, der må anses for nødvendige med henblik på at muliggøre Skatteforvaltningens kontrol. Den foreslåede bestemmelse indeholder en ikke-udtømmende opregning af, hvilke oplysninger der vil skulle afgives. Det drejer sig om oplysninger om identiteten på de fysiske eller juridiske personer, hvorfra indkomsten hidrører, hvordan standardafkastet efter forslagens stk. 2, 2. pkt., er opgjort, hvordan eventuelt fradrag for negativt merafkast fra tidligere indkomstår, jf. forslagens stk. 5, er beregnet, hvordan indkomsten, der danner grundlag for det opgjorte merafkast, er sammensat, samt om eventuelle skatter, for hvilke der anmodes om nedslag efter forslagens stk. 6."*<sup>43</sup> Skatteforvaltningen ville med denne tilføjelse derfor have mulighed for at sammenligne og analysere de situationer hvor flere skattepligtige modtager merafkast vedrørende samme kapital-, venture- eller infrastrukturfond, samtidig med at vi i en verden med styrkende tiltag indenfor hvidvask og lign. vil kunne opretholde yderligere kontrol med udbetalt merafkast. Bestemmelserne og tilhørende betingelser vil blive gennemgået en efter en i afsnit 4.

### 3.4 - Delkonklusion

Retstillingen har siden implementeringen af lov 525. i 2009 ændret sig drastisk set i forhold til daværende retsregler. Med lovændringen i 2009 blev særreglerne for beskatning af carried interest indsat. Formålet for at øge beskatning var, at det blev anset som en bonus for kapitalfondspartners "knowhow" og bonus for en succesfuld afvikling af kapitalfonden. Dette blev løst ved at ændre merafkastet til at være oppebåret som personlig indkomst eller CFC-indkomst frem for aktieindkomst.

---

<sup>42</sup> LFF 2019-10-01 nr. 4

<sup>43</sup> Ibid.



Carried interest mekanismen bliver primært brugt som en aflønningsmetode til at skabe incitament hos kapitalfondspartnerne. Det vil i sidste ende være investorenes egen risiko hvor meget de vil afgive til kapitalfondspartnerne. Forrentningen på den indskudte kapital vil typisk være på 8% p.a., og det vil først være efter målet om minimumsafkastet er nået før der kun udbetales merafkast til kapitalfondspartnerne. Det kan både have fordele og ulemper for begge parter såfremt der ikke skabes incitament. En catch-up bestemmelse kan bidrage til at der opretholdes et højt incitament gennem hele investeringsperioden. I visse tilfælde vil sådan en bestemmelse kun blive udløst af faldende afkast for at øge arbejdsmoralen hos kapitalfondspartnerne. Livscyklussen for en kapitalfond vil være mellem 10-12 år, og det skal derfor være rentabelt for alle parter at investere. Selv med minimumsafkastet vil investorerne dog stå med et afkast som er relativt højt, hvis det sammenlignes med nuværende krise i Østeuropa og usikkerheden verden over på aktiemarkederne, og betydningen heraf om de afgiver yderligere til kapitalfondspartnerne for en succesfuld afvikling af kapitalfonden vil derfor være mindre.

## 4 - Ligningslovens § 16 I

Som benævnt i afsnit 3, så blev ABL 17 A ophævet ved lov L-2019 og LL § 16 I ændret således, at begge bestemmelser blev samlet til enkelt bestemmelse. Der vil i dette afsnit blive analyseret både bestemmelsens anvendelsesområde overfor fysiske personer og bestemmelsens anvendelse i situationer hvor der er indskudt et eller flere holdingselskaber mellem den fysiske person og kommanditselskabet. Tilstødende til regneeksemplerne vil der indgå forudsætninger for udregningen med eventuel beskrivelse af den pågældende situation.

Der er ikke et direkte krav til at man skal være kapitalfondspartner for at være omfattet af carried interest beskatningsbestemmelserne. Andre ledende medarbejdere eller almindelige ansatte kan også være omfattet såfremt de opfylder alle kumulative krav. Specialet vil dog omtale disse personer samlet som kapitalfondspartnere.

### 4.1 - Anvendelsesområde for LL § 16 I stk. 1 – Personlig investering

Det følger af LL § 16 I stk. 1 at, "*for **skattepligtige** omfattet af kildeskattelovens § 1 eller dødsboskattelovens § 1, stk. 2, med en **fortrinsstilling** i en **kapital-, venture- eller infrastrukturfond** medregnes merafkast af investeringer foretaget via fonden ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst. Den skattepligtige har en fortrinsstilling, når det er aftalt, at den skattepligtiges forholdsmæssige andel af resultatet af investeringerne foretaget via fonden overstiger den skattepligtiges forholdsmæssige andel af den samlede deltagerkapital. Den samlede deltagerkapital omfatter både den indskudte kapital og*

*lånekapital indskudt af deltagere i fonden.*" Alle betingelserne skal kumulativt være opfyldt før bestemmelsen vil være gældende for den skattepligtige.

#### 4.1.1 - Omfattede personer

Fysiske personer omfattet af stk. 1 er skattepligtige efter Kildeskatteloven (Herefter "KSL") § 1 eller dødsboer, som er skattepligtige efter dødboskattelovens (Herefter "DBSL") § 1. Nærmere betegnet er det, at fuldt skattepligtige personer skal defineres via bopælsbegrebet i kildeskattelovens § 1 nr. 1. Det er dog ikke nærmere defineret i kildeskatteloven, dog fremgår det i cirkulære fra 1988 hertil, at det følger statskattelovens betegnelse.<sup>44</sup> Ifølge cirkulæret, så skal der være et "bredt tilknytningskriterium" i form af at man har ophold, husstand, leje i sin bolig m.v. Den vigtigste ingrediens i det brede tilknytningskriterium vil være om den skattepligtige objektivt har en bolig stående til rådighed i Danmark.<sup>45</sup>

Fysiske personer med begrænset skattepligt efter KSL § 2 vil ikke være omfattet af de danske carried interest regler. Udenlandske kapitalfondspartnere vil altså ikke være omfattet når de modtager aktieavancer fra salg af porteføljeselskaber. De vil dog være underlagt udbytte beskatning på eventuelt udbytte modtaget fra kapitalfonden. En dobbeltbeskatningsoverenskomst vil dog kunne lempe denne beskatning.

#### 4.1.2 - Fortrinsstilling

Den skattepligtige har en fortrinsstilling, når det er aftalt, at den skattepligtiges forholdsmæssige andel af resultatet af investeringerne foretaget via fonden overstiger den skattepligtiges forholdsmæssige andel af den samlede deltagerkapital. Den samlede deltagerkapital omfatter både den indskudte kapital og lånekapital indskudt af deltagere i kapitalfonden jf. LL § 16 stk. 1, 2. og 3. pkt. Der er dermed to muligheder for hvordan man som skattepligtig kan opnå en fortrinsstilling i en kapitalfond. 1). Når den skattepligtige forholdsmæssige andel af resultatet af investeringerne overstiger den skattepligtiges forholdsmæssige andel af den samlede deltagerkapital og 2) Andelen af resultatet fordeles ligeligt, men den skattepligtiges indskudte andel er mindre end de andre deltageres indskudte kapital. Dette gælder også såfremt at det er låne kapital.

For første situation gælder det, at den skattepligtige indskyder et beløb som typisk vil være omkring 1% af den samlede kapitalindskud mens investorerne indskyder den resterende deltagerkapital på 99%. Der vil ved salg af porteføljeselskaberne først tilbagebetales den samlede deltagerkapital efterfulgt af en forretning af lånekapital, den førnævnte hurdlerate. Dernæst vil overskydende afkast blive fordelt i forholdet 80 til investorerne og 20 til kapitalfondspartnerne. Fordelingen af overskydende afkast skaber

---

<sup>44</sup> Cirkulære 1988 135

<sup>45</sup> Karnov Group, note nr. 2 til LBKG 2021-04-28 nr. 824, § 1

derfor en skævvridning i forholdet set i forhold til den indbetalte deltagerkapital. De to situationer vil skattemæssigt efter bestemmelsen blive behandlet efter samme metode.

Hvor det med lov 525 fra 2009 var muligt at undgå en fortrinsstilling via ekstern gæld, da det af bestemmelsens ordlyd fremgik, at det kun var omfattet af deltagerkapital indskudt af andre deltagere end den skattepligtige. Dermed ville ekstern gæld, som er garanteret af den skattepligtige eller investorerne, ikke være med i opgørelsen når der blev vurderet hvorvidt der forelagde en fortrinsstilling.

Med ændringen lov 1576 9 2019 blev alle former for merafkast opnået af indskudt kapital omfattet, således at merafkast opnået gennem ekstern gæld ikke længere ville karakteriseres som kapitalindkomst men derimod skulle opgøres som personlig indkomst. Ændringen blev bl.a. begrundet i forarbejder med *"Der vurderes ... ikke at være i overensstemmelse med reglernes overordnede formål, når der efter reglernes nuværende udformning er mulighed for at opnå, at beskatningen (kun) sker efter reglerne om beskatning af kapitalindkomst"*.<sup>46</sup> Som nævnt ovenfor i 4.1, så vil alle betingelser kumulativt skulle være opfyldt, og dermed fortolkes ordlyden i forarbejder, således at ekstern gæld også er omfattet i vurdering om hvorvidt der foreligger en fortrinsstilling. I bemærkninger til lov 1575 fra 2019 blev det udformet: *"Som beskrevet i de almindelige bemærkninger afsnit 2.3.2. bør sådanne merafkast i overensstemmelse med det overordnede formål i alle tilfælde beskattes som personlig indkomst.*

*Det foreslås i stk. 1, 2. og 3. pkt., at den skattepligtige har en fortrinsstilling, når det er aftalt, at den skattepligtiges forholdsmæssige andel af resultatet af investeringerne foretaget via fonden overstiger den skattepligtiges forholdsmæssige andel af den samlede investerede kapital, idet den samlede investerede kapital omfatter både ansvarlig kapital og lånekapital indskudt af deltagere i fonden."*<sup>47</sup> Det foreligger derfor klart, at der via ekstern gæld også kan opnås en fortrinsstilling og indkomst som førhen var kvalificeret som kapitalindkomst hermed blev omklassificeret til personlig indkomst.

#### 4.1.3 - Definitionen af kapital-, venture og infrastrukturfonde – Kapitalfundsbegrebet

Kapital-, venture og infrastrukturfonde er i LL § 16 I stk. 3 defineret som, *" (...) kapital- og venturefonde forstås investeringsenheder, der investerer i aktier med henblik på helt eller delvis at erhverve et eller flere selskaber m.v. med henblik på at deltage i ledelsen og driften af disse. Ved infrastrukturfonde forstås investeringsenheder, der tilvejebringer kapital med henblik på direkte eller indirekte investering i etablering eller udbygning af infrastrukturanlæg og -faciliteter og varetagelse af ejerskab til og eventuelt drift af sådanne anlæg og faciliteter"* jf. LL 16 I stk. 3. Bestemmelsen er opdelt i 2 dele, hvor (1) omhandler Kapital-

---

<sup>46</sup> LFF 2019-10-01 nr. 4

<sup>47</sup> Ibid.

og venturefonde mens (2) omhandler infrastrukturfonde. Som nævnt tidligere, så er infrastrukturfonde med implementering af lovændringen ved lov nr. 1576 fra 2019 også omfattet af LL § 16 I.

For at fastslå hvorvidt, der udløses beskatning af merafkastet er det essentielt at få defineret hvad der forstås af begrebet Kapital- venture- og infrastrukturfonde som defineret i LL § 16 I stk. 3. Det følger af bilagene til den tidligere *Lov om investeringsforeninger og special foreninger samt andre kollektive investering ordninger m.v.* hvor det, selvom kapital- og venturefonde udtrykkeligt blev undtaget af lovens § 2, blev omtalt som de såkaldte "*equityfonde*" hvis formål er at investere i aktier og anparter med henblik på helt eller delvist at erhverve virksomheder, der drives i aktie- eller anpartselskabsform, med henblik på at opnå bestemmende indflydelse og drive virksomheden i en periode for at effektivisere den, tilføre virksomheden ledelses erfaring, yde lån. Alt med formålet om at sælge den med fortjeneste eller lade den børsnotere.<sup>48</sup> Forarbejderne til den daværende ABL § 17 A, blev defineret i overensstemmelse med ovenstående definition, dog med undtagelse om, at der i forarbejderne specifikt ikke var angivet et krav om at investeringsenheden er en kollektiv enhed samt at investeringsenheden ikke behøver at rette sig mod en videre kreds eller offentligheden og dermed vil den kunne rette sig mod en snæver kreds af investorer. Derudover blev der angivet, at bestemmelsen vil finde anvendelse uanset om investeringsenheden er et skattemæssig transparent enhed (f.eks. Kommanditselskab) eller som et selvstændigt skattesubjekt (f.eks. aktieselskab) jf. forarbejderne til ABL § 17 A.<sup>49</sup>

Som nævnt i afsnit 3.3, så blev der med lov nr. 1576 i 2019 indført en udvidelse af kapitalfundsbegrebet til også at omfatte infrastrukturfonde. Dette fik betydning for de fonde som investerer direkte i transportinfrastruktur, hospitaler, telekommunikationsanlæg, og infrastruktur inden for forsyningssektorerne, herunder anlæg til energiproduktion eller energitransmissions- og energiforsyningsanlæg og -faciliteter.<sup>50</sup> Hvor investeringer foretaget i aktiver før 2019 ikke blev reguleret, så var det hermed udvidet til at omfatte alle typer af investeringer.

Af den begrænsede praksis på området vedrørende kapitalfundsbegrebet, så kan der henvises til skatterådets bindende svar i SKM2016.439.SR. I afgørelsen blev der bl.a. fra skatterådet taget stilling til en afgrænsning af begrebet. Skatterådet besvarede om hvorvidt et holdingselskab, som havde til formål at investere passivt i unoterede kapitalandele, ville skulle karakteriseres for at være en kapital- og venturefond efter LL § 16 I. Spørger argumenterede bl.a. med at selskabet ikke skal have andre eller flere rettigheder end de beføjelser, som almindeligvis tilkommer aktionærer på generalforsamlingen i de

---

<sup>48</sup> Lov om investeringsforeninger og special foreninger samt andre kollektive investering ordninger m.v. – Bilag, s. 111.

<sup>49</sup> LFF 2009-04-22 nr. 202 – Bemærkninger til nr. 13

<sup>50</sup> LFF 2019-10-01 nr. 4

selskaber der investeres i. Der forventes endvidere kun at være tale om minoritetsaktieposter, som ikke giver bestemmende indflydelse, ligesom investeringsenheden ikke forventer at få tillagt beføjelser via ejerftaler om at udpege ledelse i de underliggende selskaber. Skatterådet udtalte i den forbindelse at, *”da selskabet ikke har til formål at investere i aktier med henblik på helt eller delvist at erhverve selskaber m.v. med henblik på at deltage i ledelsen og driften af disse, er Selskabet ikke en kapital- og venturefond i aktieavancebeskatningslovens § 17 A, stk. 3 og ligningslovens § 16 I, stk. 3's forstand.”*<sup>51</sup> Her var det selskabets mangel på aktivt ejerskab, som dermed ikke kunne falde ind under kategorien for kapital- og venturefonde.

Tillige blev der i SKM2011.440.SR, SKM2011.463.SR og SKM2011.728.SR, der alle omhandler generationsskifte, taget stilling fra skatterådet i forhold til at afgrænse kapitalfundsbegrebet i LL § 16 I.

I SKM2011.440.SR blev skatterådet spurgt om hvorvidt de var enige i, at G eller H eller nogen af børnene, hvortil gaveoverdragelsen skal ske, hverken før eller efter gaveoverdragelsen af anparterne i B ApS, C ApS og D ApS bliver omfattet af bestemmelsen i ABL § 17 A (Nu LL § 16 I stk. 1). Dette blev besvaret fra skatterådet med følgende: *”Skatteministeriet finder efter en samlet konkret vurdering ikke, at nogen af selskaberne A ApS, B ApS, C ApS og D ApS kan betragtes som en kapital- eller venturefond, jf. ABL § 17 A, stk. 3, da selskaberne ikke har den profil, der kendetegner en kapital- eller venturefond, jf. de ovenfor citerede lovbemærkninger til LL § 16 I, stk. 3, ABL § 17A og Lov om investeringsforeninger m.v., § 2, stk. 1, nr. 3). Der er ingen fortrinsstilling i disse selskaber, hvis formål er at være holdingselskaber for aktiebesiddelsen i E ApS.”* Ingen af de omtalte selskaber havde altså karakteristika som en kapital- eller venturefond, samt at G, H eller børnene havde en fortrinsstillings i en.

Efterfølgende blev der i SKM2011.463.SR spurgt om hvorvidt det var enige om at A ApS ikke ville skulle anses som en kapital- og venturefond samt om skatterådet var enige i at A (Hovedaktionær i A ApS) ikke vil blive omfattet af bestemmelsen i ABL § 17 A. Til dette besvarede skatterådet ”ja” til begge spørgsmål. Skatterådet gennemgik karakteristika for Equity fonde, hvor bl.a. blev benævnt hensigten med investering i aktier, komplicerede fondsstrukturer m.v. Dertil sluttede de og besvarede spørgsmål 1 med *”I den aktuelle situation er der ikke tale om at A har indskudt et eller flere selskaber mellem sig selv og en kapitalfond, da A ApS såvel før som efter tilkøbet af aktierne i B A/S er ejet af A. Der er således ikke tale om, at der indskydes et selskab mellem personen og en kapitalfond, hvorfor ligningslovens § 16 I ikke finder anvendelse.”*

Endelig blev der i SKM 2011.728.SR, taget stilling til hvorvidt, Nyt Holding ApS skulle anses som en kapital- og venturefond som i overensstemmelse med definitionen i LL § 16 I stk. 3 samt om de var enige i, at nye

---

<sup>51</sup> SKM2016.439.SR – Svar til spørgsmål 1.

aktionærer (familiemedlemmer) ikke bliver omfattet af bestemmelsen i ABL § 17 A. Også her blev begge spørgsmål bevaret med "ja" fra skatterådet. Første spørgsmål blev begrundet med reference til praksis (SKM 2011.463.SR og SKM2011.440.SR ovenfor) samt "LL § 16 I vedrører de tilfælde, hvor en kapitalfondspartner (en fysisk person) indskyder et eller flere selskaber mellem sig selv og en kapitalfond. I nærværende situation er der ikke tale om, at en fysisk person har indskudt et eller flere selskaber mellem sig selv og en kapitalfond, da Y ApS såvel før som efter omstruktureringen vil være 100 % ejet af den fysiske person, A. Det er således ikke tale om et tilfælde, hvor en kapitalfondspartner (en fysisk person) indskyder et eller flere selskaber mellem sig selv og en kapitalfond. LL § 16I finder derfor ikke anvendelse i den omhandlede situation. Y ApS er dermed ikke omfattet af LL § 16I stk. 3." mens spørgsmål 2 blev besvaret ud fra følgende "Skatteministeriet finder efter en samlet konkret vurdering ikke, at nogen af selskaberne Y ApS, S1, S2, S3 eller S4 kan betragtes som en kapital- eller venturefond, jf. ABL § 17A, stk. 3, da selskaberne ikke har den profil, der kendetegner en kapital- eller venturefond, jf. de ovenfor citerede bemærkninger til LL § 16I, stk. 3, ABL § 17A og Lov om investeringsforeninger m.v., § 2, stk. 1, nr. 3."

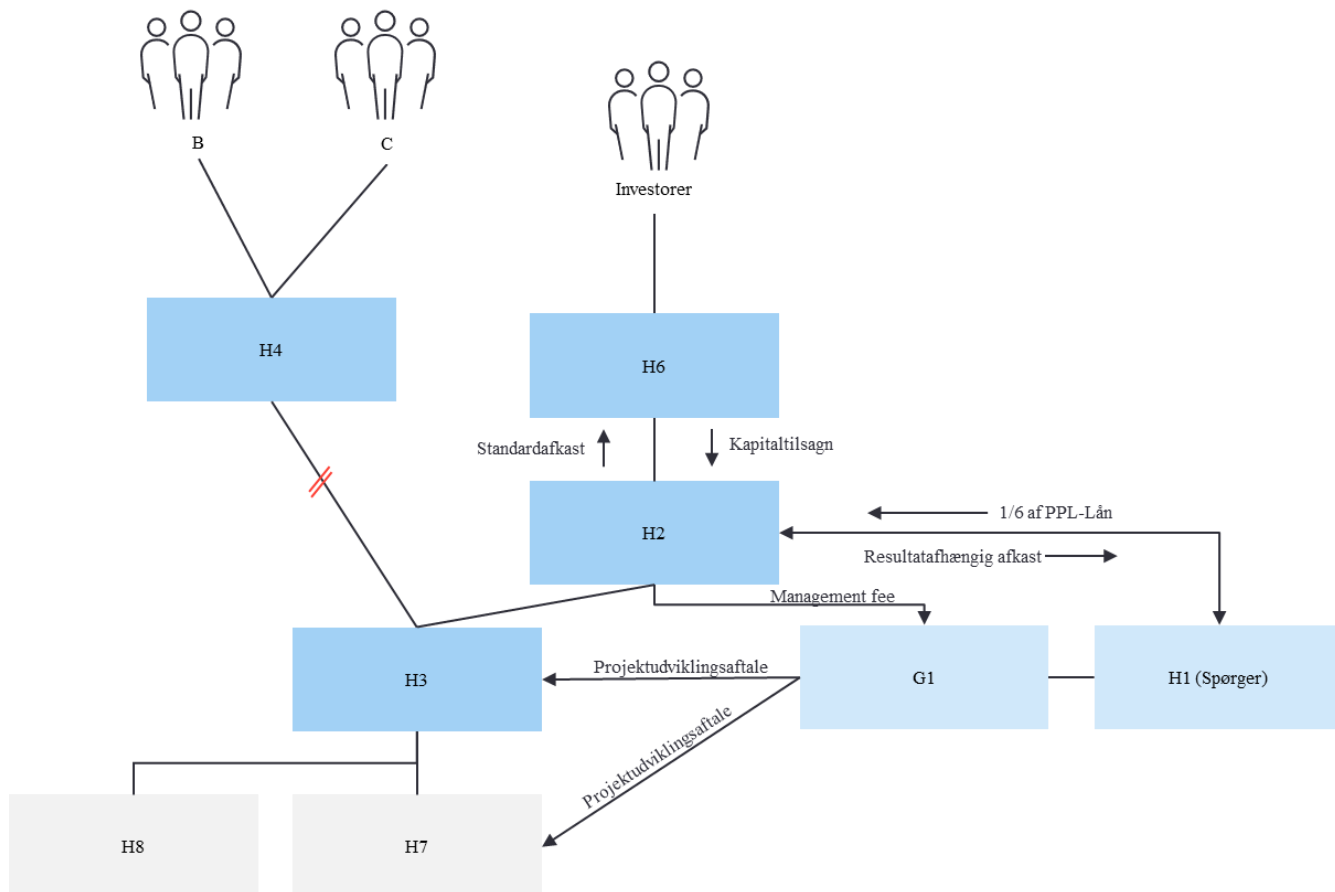
Det kan af de tre afgørelser fra skatterådet udledes, at det er den juridiske enheds hensigt, som er den afgørende faktor i forhold til vurderingen af, om et selskab kan defineres som en kapital- eller venturefond. I de tre tilfælde var der ingen hensigt om at foretage effektivisering, styrkelse af ledelse samt kapitalfondsindsprøjtninger med henblik på næring på et senere tidspunkt. Skatterådet stiller med andre ord en forudsætning om at der skal investeres aktivt før at anvendelsen af kapitalfundsbegrebet vinder indpas.

Senest har skatterådet i 2020 taget stilling til endnu en sag om afgrænsningen af kapitalfundsbegrebet som benævnt i LL § 16 I. Denne gang om hvorvidt et selskab, som via et PPL-lån var berettiget til "Carry cash flow".

Sagen omhandler H3 (Herefter "Selskabet"). Majoriteten i Selskabet blev ejet af H4, mens B og C indirekte ejede en procentdel i H4, og dermed var medejere af selskabet. G1 indgik en udviklingsaftale med Selskabet om at varetage udvikling og driften i Selskabet. Efterfølgende solgte Selskabets ejere (H4, B og C) deres ejerandele i Selskabet til det nystiftede H2. I forbindelse med salget, har Selskabet (og dets datterselskab H7) indgået en ny udviklingsaftale med G1, som mod et vederlagt (Management fee), skal varetage den fremadrettede projektudvikling.

H1, som er et søsterselskab til G1, har indgået aftale om at medfinansiere H2 med et såkaldt PPL-lån (Resultatafhængig lån – som dermed er variabelt forrentet). H1 skal finansiere lånet med 1/6 af den samlede lånefacilitet på PPL-lånet. Den resterende del er finansieret af investorerne i H2. Derudover vil H1 modtage et yderligere afkast, såfremt projektet overstiger projekterede målsætninger, som eksempelvis at

holde omkostningerne nede. Selvom H1 kun leverer en minimal andel af den samlede lånekapital, så er H1 som den eneste berettiget til et merafkast såfremt afkastet er på mere end de projekterede hurdlertes. For at hjælpe læser, så er der nedenfor udarbejdet gruppestruktur og flows som beskrevet ovenfor.



Figur 2 - Gruppestruktur og flows i SKM2021.9.SR – Egen tilvirkning

A (Spørger og ejer i H1) havde spurgt Skatterådet om følgende:

1. Om Skattestyrelsen kan bekræfte at A (ejer af H1) ikke er omfattet af LL § 16 I stk. 1, uanset fortrinsstillingen i H2?
2. Såfremt spørgsmål 1 er besvaret med "nej", kan det da bekræftes, at A ikke udøver kontrol over H1 i henhold til LL § 16 I stk. 6? (og dermed ikke skal beskattes af sin forholdsmæssige andel af merafkastet)?

Hvor Skatterådet opstiller og besvarer ud fra følgende betingelser:

- Den skattepligtige er omfattet af KSL § 1 eller DSBL § 1, stk. 2,
- Det indskudte selskab har en fortrinsstilling i en kapital-, venture- eller infrastrukturfond,

- *Den skattepligtige har direkte eller indirekte kontrol af et dansk eller et udenlandsk selskab eller forening mv. (selskabet).*

Skatterådet besvarede begge spørgsmål med "Nej". Spørger er ubestridt omfattet af KSL § 1 og dermed fuldt skattepligtig til Danmark. Dertil var det at indskudte selskab H1 ubestridt havde en fortrinsstilling som følge af at være berettiget til at modtage merafkast på PPL-lånet. Skatterådet var derudover også af den opfattelse, at der ikke nødvendigvis skulle foreligge ejerskab fra alle deltagende investeringsenheder, men at deres investering kunne bestå af lån, viden m.v. Skatterådet anfører med: *"Der er tale om et større ejendomsudviklingsprojekt bestående af en række byggefelter, hvorpå der løbende opføres en blanding af ejerboliger, lejeboliger, erhvervsejendomme og parkeringshuse, som efter opførelse skal frasælges.*<sup>52</sup>

*Formålet med overtagelsen af H3 gennem H2 er, at der på selskabets byggefelter, skal opføres en blanding af ejerboliger, lejeboliger, erhvervsejendomme og parkeringshuse, som efter opførelse skal frasælges."*

Hvortil de anfører at kapital- og venturefonde kan have flere investeringsenheder, *"Hensigten med strukturen er, at der over for Investorerne gennemføres en aktiv investeringsforvaltning, hvor G1 står for forvaltningen af investeringerne."* Skatterådet henviser yderligere til forarbejder om daværende lov om investeringsforeninger med henvisning til dennes karakteristika af Equity fonde. Det gør derfor ingen forskel på om hvorvidt selskabsstrukturen er sammensat anderledes end en almindelig K/S-opbygning, da de kommer i forskellige strukturer og dermed ikke muligt at fastsætte hvilke af disse strukturer, som vil være undtaget fra loven. Det er faktummet, at G1 (spørger) er blevet sat til at varetage udviklingen og driften af investeringen og muligheden for at de kan opnå merafkast via denne, at betingelserne i LL 16 § 1 stk. 3, 1. pkt., er til stede. Skatterådet mener dermed, at der bliver foretaget investering i en kapital- eller venturefond som giver en fortrinsstilling via retten til eventuelt merafkast.

Afgørelsen ligger dermed til grund at enhver enhed der erhverver aktier i et selskab med henblik på effektivisering, styrkelse af ledelsen, långivning m.v., kan rummes til at være omfattet af kapitalfundsbegrebet i LL § 16 I.<sup>53</sup> Dertil at flere enheder tilsammen kan udgøre en kapital- og venturefond selvom det ikke er alle enheder som har aktier i "kapitalfonden". Det kan yderligere udledes, at det også vil være muligt at medinvestorer og ledende medarbejdere, som har krav på merafkast som led i deres investering i en holding struktur, vil kunne blive omfattet carried interest reglerne. Det vil i så fald kunne betyde at kapitalfundsbegrebet også vil kunne omfatte helt almindelige holdingselskaber og strukturer. I RR.SM.2021.6 skriver Anders Jul og Abdi Mohamed følgende i deres kommentar til det bindende svar: *"Det*

---

<sup>52</sup> SKM2021.9.SR

<sup>53</sup> RR.SM.2021.6



er derfor vores opfattelse, at Skatterådets afgørelse er baseret på en meget vidtgående og uklar afgrænsning af kapitalfondsbegrebet efter LL § 16 I, hvis præmisser synes at være uden stærke holdepunkter og direkte i modsætning til Skatteministerens klare forudsætning for særreglernes anvendelse. Ligesom Skatterådets fortolkning af kapitalfondsbegrebet virker som en betragtelig udvidelse af reglernes overordnede anvendelsesområde og uden for det overordnede formål med regelsættet.”<sup>54</sup>

Betydningen for sådan en afgørelse og udvidelse af anvendelsesområde kan udløse, at der fremover skal være ekstra opmærksomhed fra alle aktionærer, såfremt de via deres ejerskab og ledelse er tillagt forskellige økonomiske rettigheder. Det vil dermed være muligt at ramme en forkert målgruppe end bestemmelsen oprindeligt var tilsigtet. Området er dog stadig ikke afklaret og praksis er stadig sparsom, det vil derfor ikke kunne siges med sikkerhed hvordan denne sag vil forme fremtidig praksis på området.

#### 4.1.4 - Retsfølge

Såfremt at den skattepligtige kapitalfondspartner har opnået et merafkast og har en fortrinsstilling i en kapital- venture- eller infrastrukturfond, så vil der ske beskatning af kapitalfondspartneren jf. bestemmelsens stk. 1, ” (...) medregnes merafkast af investeringer foretaget via fonden ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst”. I bestemmelsens stk. 2 er merafkast defineret ”ved merafkast efter stk. 1 forstås afkast, der overstiger et standardafkast af den samlede deltagerkapital. Ved standardafkast forstås det afkast, som de andre deltagere i fonden uden fortrinsstilling opnår”. Det kan udledes af ordlyden at standardafkastet også indeholder den forretning af det indskudte kapital, hvilket ved udregningen af evt. merafkastet vil tilgodese kapitalfondspartneren ved at investorerne i fonden vil opnå et større afkast. Hurdleraten er i dette eksempel også på 8%, med en investering som har en løbetid på en 5-årig periode.

År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5
1.000	1.080	1.166	1.260	1.360	1.469
<b>Carried interest mekanismen - Fysisk person uden personligt holdingselskab</b>					
Investorenes indskud (99%)					990
Partnerens indskud (1%)					10
Samlet indskud					1.000
Samlet afkast					5.000
Tilbagebetaling af indskud				-	1.000
Forretning af indskud (Hurdle rate på 8%)				-	469
Andel af hurdlerate - Investorer					465
Andel af hurdlerate - Partnere					5
Afkast efter hurdle rate til distribution					3.531
Investorer, 80%					2.825
Partnere, 20% (Merafkast)					706

<sup>54</sup> RR.SM.2021.6

<i>Udregning af standardafkast</i>	
Standard afkast (Forrentning + 80% andel) - Investorer	3.289
Standard afkast i % (Forrentning + 80% andel) - Investorer	332%
Standard afkast - Partner (332% x 10)	33,2
<i>Forholdsmæssigt standard afkast (1% af 4000)</i>	40

Figur 3 – Egen tilvirkning med inspiration fra forarbejder.<sup>55</sup>

I figur 3 ovenfor er der udregnet et eksempel på et standardafkast, som en kapitalfondspartner kan opnå ved evt. afkast af indskudt investering. Der er som set ovenfor taget eksempel i en investering på 99% af investorerne, hvorimod kapitalfondspartnerens investering udgør den resterende 1%. Såfremt carried interest mekanismen ikke var aktuel, så ville de hhv. have ret til deres procentvise investerings af overskuddet på de 3.531. Dog er der i ovenstående eksempel taget udgangspunkt i en carried interest mekanisme hvor investorerne og kapitalfondspartneren får hhv. 80% og 20% af overskydende merafkast efter tilbagebetalt indskud og forretning af indskuddet på de 8%, hvilket udgør 469.

Standardafkastet vil hos investorerne udgøre i alt 3.289 ud af det samlede afkast på 4.000. Procentvis vil deres investering på 990 lave en forretning af indskuddet svarende til 332%. Kapitalfondspartnerens investering på 10 forrentes dermed også med 332% og vil give et samlet standardafkast på 33,2. Det bemærkes hermed også at hvis der skulle have sket forholdsmæssigt allokering af afkast baseret på de 1%, så vil afkastet have været på 40. Skævvridningen gør altså, at kapitalfondspartnerens reelle standardafkast vil være lavere sammenlignet med den forholdsmæssige fordeling.

Standardafkastet vil blive beskattet som aktieindkomst jf. PSL § 4a, stk. 1. Standardafkastet vil op til progressionsgrænsen på 58.900 kr. (2023) blive beskattet med 27% hvorimod den del som overstiger, vil blive beskattet med 42% jf. PSL § 8 a, stk. 1 og 2. Merafkastet vil herefter blive beskattet som personlig indkomst jf. LL § 16 I stk. 1. Personlig indkomst er reguleret i PSL § 3. Det betyder såvel også at merafkastet som indgår i den skattepligtige indkomst vil blive beskattet af en marginalsattesats, som i 2023 er på 55,9%.<sup>56</sup> Ved tilfælde af tab på investeringen, og dermed intet standardafkast, så vil der være mulighed for at fradrage tabene i aktieindkomsten.<sup>57</sup>

Det merafkast, som via LL § 16 I stk. 1 bliver omklassificeret fra aktieindkomst til personlig indkomst, vil ikke være muligt for kapitalfondene at fradrage som lønomkostninger. Det fremgår bl.a. i kommentarerne til bemærkninger fra Aktive Ejere (tidligere DVCA) i høringsvar, hvor skatterådet besvarer,

<sup>55</sup> LFF 2009-04-22 nr. 202 – Bemærkninger til nr. 13

<sup>56</sup> Skatteministeriet, *Marginalskatteprocenter 1993-2023*

<sup>57</sup> Ibid.

*"Kapitalfondspartnerenes "bonus" er ikke en aflønning fra selskabet, men fra de øvrige investorer".*<sup>58</sup>

Argumentationen herfor, var i samme høringssvar, at investorerne allerede har fået deres fradrag ved, at de ikke beskattes af den del af afkastet, der ved en lighedeling skulle være tilfaldet dem.<sup>59</sup>

Ekstern gæld blev før lov 1576 fra 2019 beskattet som kapitalindkomst jf. PSL § 4. Efter lovændringen blev merafkast genereret af ekstern gæld også kvalificeret som personlig indkomst efter LL § 16 I stk. 1.

#### *4.1.4.1 - AM-bidrag*

Merafkast som bliver kvalificeret som personlig indkomst er af bestemmelsens ordlyd i udgangspunktet omfattet af bidragspligten, som påhviler skattepligtige efter KSL § 1. Personlig indkomst er omfattet af Arbejdsmarkedsbidragslovens (herefter "AMBL") §§ 1 og 2. AMBL § 2 siger bl.a. at *"ethvert vederlag, som indgår i den personlige indkomst, i penge eller naturalier modtaget uden for ansættelsesforhold, når der ikke er tale om selvstændig erhvervsvirksomhed, herunder efterbetalinger m.v. i forbindelse hermed samt den skattepligtige værdi af udbytter som nævnt i ligningslovens § 16 A, stk. 5."* Der vil for de omfattet vederlag skulle henregnes 8% jf. AMBL § 1.

I forarbejderne til lov 525 fra 2009 er det dog anderledes udformet. Der blev i et høringssvar til Plesner svaret, at selvom merafkastet bliver beskattet som personlig indkomst, så vil der ikke være tale om en omklassificering til lønindkomst eller arbejdsindkomst.<sup>60</sup> Dertil blev der i bemærkninger til Lov 1576 fra 2019 kommenteret at *"Bortset fra den ovenfor omtalte udvidelse af anvendelsesområdet til enhver form for afkast af den investerede kapital og de sproglige ændringer, som denne ændring indebærer, er den foreslåede bestemmelse indholdsmæssigt identisk med de gældende bestemmelser i aktieavancebeskatningslovens § 17 A, stk. 2 og 4"*.<sup>61</sup>

Som nævnt i afsnit 3, så er det dog også omtalt i forarbejder som et vederlag bl.a. for kapitalfondspartnerens "knowhow", indsats ved etablering, drift og en succesfuld afvikling af kapitalfonden ved exit. Såfremt man skulle vælge at følge den juridiske vejledning, og dermed Skattestyrelsen, så vil der af vederlag og bonusser skulle betales AM-bidrag.<sup>62</sup>

AM-bidrag indgår dog i udregningen af marginalskatten, som i 2023 er på 55,9%. CEPOS udgav i januar deres analyse af Marginalskatten i Danmark.<sup>63</sup> Det fremgår til udregningen af marginalskatten at, *"Først betales der arbejdsmarkedsbidrag på 8 pct. Der er fradrag for arbejdsmarkedsbidrag i de øvrige*

---

<sup>58</sup> Høringsskema, L 202 2008/2009 – bilag 2, s. 45

<sup>59</sup> Ibid., s. 28

<sup>60</sup> Høringssvar til Plesner, L 202, 2008/2009, bilag 5

<sup>61</sup> LFF 2019-10-01 nr. 4, nr. 2

<sup>62</sup> C.A.12.1 - Generelt om arbejdsmarkedsbidrag for lønmodtagere mv.

<sup>63</sup> Cepos, *Hvad er marginalskat?*, 2023

indkomstskatter. Herefter betales der kommuneskat (25,0 pct. i en gennemsnitskommune), bundskat (12,09 pct.) samt topskat (15 pct.). Summen af disse skatter udgør 52,09 pct. Det er lidt højere end det skrå skatteloft på 52,07 pct., hvilket indebærer et lille nedslag i topskatten i en gennemsnitskommune.

Marginalskatten for en topskatteyder i en gennemsnitskommune kan herefter beregnes som:  $8+(1-0,08) * 52,07 = 55,9$  pct.<sup>64</sup>

Det har på nuværende tidspunkt ikke været en afgørelse fra Skatteministeriet som afgør hvorvidt merafkastet hører under aflønningerne opremset i AML § 2. Om der derfor skal betales AM-bidrag af kapitalfondspartners merafkast kan derfor ikke besvares, da det ikke eksplicit fremgår i lovgivningen.

#### 4.1.5 - Lempelse

I de tilfælde hvor der er blevet pålagt kildeskat på eventuelle udbyttebetalinger fra udenlandske porteføljeselskaber eller hvor der er pålagt udenlandsk beskatning af kapitalgevinster, så er der i LL § 16 I stk. 5, indsat en hjemmel til lempelse hos kapitalfondspartneren. Her gives der nedslag efter LL § 33 stk. 1, såfremt der er pålagt udenlandske skatter og skatter, der er pålagt den skattepligtige af merafkastet efter skattelovgivningen almindelige regler. Dog må nedslaget ikke overstige den del af de samlede skatter, der forholdsmæssigt falder på den skattepligtiges merafkast. Lempelse via LL § 33 stk. 1 kan ske på to måder

- Via credit-metoden som internt i dansk ret er gældende jf. LL § 33 stk. 1,
- Via en dobbeltbeskatningsoverenskomst som er indgået med det pågældende land, for at undgå dobbeltbeskatning jf. § 33 stk. 2 1. pkt. Det er her også credit-metoden som er den gældende metode at opgøre evt. lempelse i den danske skat.

Efter TFS 2000 69 LSR, så vil det stå skattepligtige frit for at vælge mellem enten lempelse via LL § 33 eller efter en DBO.<sup>65</sup>

Ved lempelse via LL § 33 stk. 1, så vil det være skat, der er betalt til fremmed stat, til Grønland eller til Færøerne og opkrævet af indkomst fra kilder dér, det være sig ved direkte påligning eller ved indeholdelse, kan fradrages i de indkomstskatter til stat og kommune, der skal svares af denne indkomst i Danmark. Bestemmelsen vedrører kun indkomstskatter og dermed ikke en hjemmel til beskatning af f.eks. formueskatter, ejendomsskatter og bo- og gaveafgifter. Dog er kapitalindkomst omfattet.<sup>66</sup> Dermed vil det være muligt at få fradrag for danske skatter, såfremt indkomsten også er beskattet til fremmed stat, til Grønland eller Færøerne. Dette beløb må, som nævnt i bestemmelsens stk. 1, 2 pkt., ikke overstige den

---

<sup>64</sup> Cepos, *Hvad er marginalskat?*, 2023

<sup>65</sup> TFS 2000 69 LSR

<sup>66</sup> C.F.4.3.1 - Generelt om lempelsesberegningerne

samlede danske skat. Det vil dermed være muligt at opnå credit-lempe, såfremt at den udenlandske indkomst også er underlagt beskatning i Danmark, da der ellers ikke være en skat som Danmark ville have hjemmel til at lempe. Skatten bliver lempet ved credit-metoden efter lempelsesbrøken som er følgende:  $Dansk\ skat \times udenlandsk\ indkomst / skattepligtig\ indkomst$ .<sup>67</sup> Såfremt at det er tilfældet, at den udenlandske skat er højere end den danske, så gives der ikke nedslag for den overskydende udenlandske skat. Efter lempelsen er beregnet, skal man ved Credit lempelse se efter, om den udenlandske skat er mindre end den lempelse, der er beregnet efter ovenstående brøk. Det er den mindste af de to beløb, den danske skat vil kunne lempes med.<sup>68</sup>

LL § 33 stk. 1, har sit sammenspil til en evt. lempelse via en dobbeltbeskatningsoverenskomst via LL § 33 stk. 2. som siger, såfremt der med den fremmede stat, med Grønland eller med Færøerne er indgået en overenskomst til undgåelse af dobbeltbeskatning, skal der dog ikke gives fradrag for et større skattebeløb end det, som denne stat, Grønland eller Færøerne efter overenskomsten har et ubetinget krav på at oppebære. Kapitalfondspartnerenes carried interest indkomst, som stammer fra udlandet, og som overholder kravene i LL § 33 stk. 1, vil herefter være muligt at fradrage for i den danske personlige indkomst.

#### 4.2 - Anvendelsesområde for LL § 16 I stk. 6 – Investering gennem holdingselskab

LL § 16 I stk. 6 siger at, "**Skattepligtige** omfattet af kildeskattelovens § 1 eller dødsboskattelovens § 1, stk. 2, der **direkte eller indirekte kontrollerer et dansk eller et udenlandsk selskab eller forening m.v. (selskabet), som har en fortrinsstilling, jf. stk. 1, 2. pkt., i en kapital-, venture- eller infrastrukturfond, skal ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst medregne selskabets merafkast af investeringer foretaget via fonden som CFC-indkomst. Den skattepligtige anses for at have kontrol over selskabet m.v., når enten betingelserne i § 16 H, stk. 6, er opfyldt eller den skattepligtige eller dennes nærtstående som omhandlet i § 16 H, stk. 6, 3. og 4. pkt., er medstifter af fonden eller er eller har været deltager i ledelsen eller driften af fonden eller i virksomheder ejet af denne.** Alle betingelserne skal være kumulativt opfyldt før, at bestemmelsen vil finde anvendelse og dermed udløse beskatning.

##### 4.2.1 - Omfattende personer

Ligesom med LL § 16 stk. 1, så vil det være skattepligtige fysiske personer efter KSL § 1, eller dødsboer, som er skattepligtige efter DBSL § 1, stk. 2. Dermed vil kredsen af skattepligtige, som i bestemmelsens stk. 1, være den samme, hvor der gælder et "bredt tilknytningskriterium" for den fysiske person.

---

<sup>67</sup> C.F.4.3.1 - Generelt om lempelsesberegningerne

<sup>68</sup> Ibid.

#### 4.2.2 - Indirekte eller direkte kontrol af et dansk eller udenlandsk selskab eller forening m.v.

Den skattepligtige anses for at have indirekte eller direkte kontrol, når at vedkommende ejer mere end 50% af aktiekapitalen i selskabet eller mere end 50% af stemmerne i selskabet. Den skattepligtiges nærtstående eller fond eller trust stiftet af den skattepligtige blive anset i fællesskab når der vurderes hvorvidt der er mere end 50% ejerskab eller stemmeret i selskabet. Nærtstående omfatter både ægtefælle, forældre, bedsteforældre, børn og børnebørn samt disses ægtefæller og dødsboer. Tillige er stedbarns- og adoptivforhold også omfattet, da de sidestilles med ægteskabsforhold. Den skattepligtige anses for at have kontrol, såfremt der indehaves stemmerettigheder og ejerandele af selskabsdeltagere som den skattepligtige har aftale om udøvelse af kontrol, eller som indehaves af et selskab eller en forening som nævnt i § 2 stk. 1, 2. pkt., hvori den skattepligtige deltager. Dermed vil kontrolbegrebet blive også blive opfyldt i tilfælde hvor den skattepligtige er medstifter af en kapitalfond eller deltager i ledelsen eller driften af en kapitalfond, eller i porteføljeselskaber ejet af denne. Ordlyden udløser at ledende medarbejdere dermed også kan blive omfattet af kontrolbegrebet, dog skal resten af kravene kumulativt være opfyldt før de kan blive omfattet af bestemmelsen.<sup>69</sup> Kontrolbegrebet er formuleret bredt, og en simpel eller kompliceret kapitalstruktur vil ikke ændre på hvorvidt man er omfattet.<sup>70</sup>

Definitionen på bestemmelsens henvisning til et udenlandsk eller dansk selskab eller forening, hvor der foreligger kontrol, skal findes i Selskabsskattelovens (herefter "SEL") § 1. Her gælder skattepligt for selvstændige juridiske enheder som efter dansk ret er selvstændige skattesubjekter. SEL § 1 er udtømmende og efter dansk ret vil det ikke være forekomme besværligt at bedømme hvorvidt en juridisk enhed i Danmark, er omfattet eller ej. Et udenlandsk selskab vil derimod forekomme kompliceret at kvalificere, da der ofte er forskellige varianter, set i forhold de danske juridiske enheder. Det danner derfor grundlag for en konkret vurdering, hvor der skal vurderes ud fra de oplyste kriterier i bestemmelsens stk. 1, nr. 1-6, hvorvidt det efter dansk skatteret er et selvstændigt skattesubjekt.<sup>71</sup>

#### 4.2.3 - Fortrinsstilling

I LL § 16 I stk. 6 er det tilsvarende som i bestemmelsens stk. 1 et krav, at det indirekte eller direkte ejet holdingselskab har opnået en fortrinsstilling i en kapital-, venture- eller infrastrukturfond. Det gør derfor ingen forskel om der er 1 eller 2 holdingselskaber indsat mellem den skattepligtige kapitalfondspartner og kapitalfonden. Eksempelvis vil kapitalfondspartneren have sit personlige holdingselskab efterfulgt af en

---

<sup>69</sup> Bundgaard, Jakob, *Kapitalfonde i dansk og international skatteret*, 2010, s. 336.

<sup>70</sup> LFF 2019-10-01 nr. 4, til nr. 2

<sup>71</sup> Bundgaard, Jakob, *Kapitalfonde i dansk og international skatteret*, 2010, s. 337

ejerandel i et samejet carry-vehicle med andre kapitalfondspartnere, med formålet om samlet at eje andele i kapitalfonden.

I SKM2022.268.SR var der mellem medarbejderen B og holdingselskabet H1, som er ejet af A (Spørger), aftalt at B havde ret til 30% af merafkastet som blev udloddet til H1. Spørger var af den opfattelse, at 30% af den indkomst han dermed afgav til B ville være fradragsberettiget. Skat var dog af en anden opfattelse. De anså aftalen mellem B og H1 som værende en almindelig bonus baseret på 30% af det merafkast som blev udloddet til H1. Det betød derfor, at H1 skulle beskattes efter LL 16 I stk. 6 og samtidig ikke ville have fradrag for den bonus som blev udbetalt til B. Bonus aftalen gav de facto ikke en fortrinsstilling kapitalfonden, da aftalen ikke indeholdte indirekte ejerandele i kapitalfonden.

Kriterierne oplyst i bestemmelsens stk. 1 er sammenfaldende med bestemmelsens stk. 6. Der er i bestemmelsen henvist direkte til stk. 1, 2. pkt. Der henvises derfor til afsnit 4.1.2 for uddybning af begrebet.

#### 4.2.4 – Definitionen af kapital- venture- og infrastrukturfonde - Kapitalfondsbegrebet

Der vil for skattepligtige kapitalfondspartnere med indirekte eller direkte ejet holdingselskaber ikke være forskel fra kravene i LL § 16 I stk. 1. Kapitalfondsbegrebet er derfor for LL § 16 I stk. 6 foreneligt med førnævnte afsnit i 4.1.3. Der henvises til 4.1.3 for uddybelse af begrebet.

#### 4.2.5 - Retsfølge

Såfremt at alle betingelser kumulativt er opfyldt, så vil det udløse en beskatningspligt på den aktieindkomst som tilfalder den skattepligtige kapitalfondspartners holdingselskab(er). Konsekvensen heraf vil derfor være, at aktieindkomststen vil blive CFC-indkomst beskattet jf. LL § 16 I stk. 6. Bestemmelsens henviser til LL § 16 H, hvori den aktieindkomst skal opgøres efter selskabsskattesatsen på 22% (2023). Stk. 6 nævner således, at *"skattepligtige... skal ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst medregne selskabets merafkast af investeringer foretaget via fonden som CFC-indkomst."*

Den skattepligtiges merafkast vil jf. LL § 16 I stk. 7, blive opgjort som det afkast, som selskabet har oppebåret af den kapital, som selskabet har investeret via kapital-, venture- eller infrastrukturfonden, med fradrag fra standard afkastet, jf. LL § 16 I stk. 2, 2 pkt. Der vil ved opgørelsen skulle medregnes det positive merafkast som kapitalfondspartneren har direkte eller indirekte ret til. Standardafkastet vil ligesom ved LL § 16 I stk. 1, opgøres efter samme metode. Det betyder at ved beregningen af standardafkastet hos investorerne indgår forretning af indskud + yderligere afkast af investeringen. Såfremt investorerne eksempelvis laver et afkast på 350% af deres indskud, så vil kapitalfondspartnerens indskud skulle multipliceres med 350%.

I tilfælde af, at merafkastet er negativt, så vil der være mulighed for at fradrag dette i senere holdingselskabets senere indkomst år jf. 16 I stk. 7, 2 & 3 pkt. Hermed indtræder muligheden for fradrag, ligesom det tidligere er nævnt som en mulighed for skattepligtige efter LL § 16 I stk. 1.

Alt aktieindkomst af både udbytter og afståelsessummer, om det er negativt eller positivt, skal medtages i opgørelsen. Gevinster på udlån til kapitalfonden og/eller virksomheder vil her også skulle medtages i opgørelsen.<sup>72</sup> En eventuel positiv opgørelse, efter fradrag fra standardafkastet, vil herefter blive omfattet af CFC-beskatning på 22%, svarende til selskabsskattesatsen jf. PSL § 8b, også selvom aktierne er skattefrie datter-, koncern- eller porteføljeaktier jf. ABL §§ 4A, 4B og 4C. Kapitalfondspartnerne, vil med den marginale andel, oftest være omfattet af reglerne om skattefrie porteføljeaktier jf. ABL § 4C. CFC-indkomst omfattet af LL § 16 H og LL § 16 I beskattes som en særskilt kildeindkomst jf. PSL § 4b. CFC-indkomsten indgår ikke i den skattepligtiges beregning af den skattepligtige indkomst.<sup>73</sup>

Kapitalfondspartneren kan i visse tilfælde også have indskudt flere holdingselskaber mellem kapitalfondspartneren selv og kapitalfonden. Dette vil resultere i at selskabet som investerer i kapitalfonden, vil være det selskab som beskattes af eventuel aktieindkomst.<sup>74</sup> Efter selskabet er blevet CFC-beskattet af det merafkast som er tilfaldet selskabet, vil det resterende beløb beskattes som aktieindkomst, såfremt kapitalfondspartneren vælger at udlodde restbeløbet ud af selskabet. I eksemplet nedenfor opsat hvordan aktieindkomstbaseret carried interest er realiseret i holdingselskabet og derefter hos kapitalfondspartneren. Der er taget udgangspunkt i det merafkast som tilfaldt kapitalfondspartneren i figur 3 i afsnit 4.1.4. Derudover vil hurdleraten ikke blive taget med i eksemplet herunder, da den indgår i det fradragsberettiget standardafkast som bliver aktieindkomst beskattet jf. PSL § 4a, stk. 1.

<b>Carried interest mekanismen - Fysisk person med personligt holdingselskab</b>		
CFC-indkomst		706
CFC-beskatning for partneren (22%)	-	155
<hr/>		
Afkast udbetalt fra K/S (a)		706
Aktieindkomst beskatning af afkast (27%)	-	191
<hr/>		
Afkast efter beskatning til partneren		515
Afkast på skatteopgørelsen		706
- CFC-indkomst (b)	-	155
<hr/>		
Skattepligtigt afkast		551
Marginal beskatning af udbytter (c) (42%)	-	231

<sup>72</sup> LFF 2019-10-01 nr. 4

<sup>73</sup> Michelsen, Aage m.fl., *International Skatteret*, 4. udgave/2020, s. 561

<sup>74</sup> LFF 2009-04-22 nr. 202, ad. § 12, nr. 15



Indkomst efter CFC-beskatning (a-b-c)	<b>319</b>
Effektive skatte %	<b>54,8%</b>

Figur 4 - Egen tilvirkning

Som vist i eksemplet så vil den effektive skatteprocent være på 54,8%. Dette stemmer overens med den marginaleskatteprocent vi har i Danmark på 55,9% (2023). Ud af en CFC-indkomst på 706, så vil kapitalfondspartneren kunne udtage 319 efter skat. Såfremt der var indskudt 2 holdingselskaber mellem kapitalfondspartneren og K/S'et så vil beregningen være anderledes. Det kunne tænkes at der var indskudt et personligt holdingselskab som havde ejerandele i et carry-vehicle som ultimativt har ejerskab i kapitalfonden. Dermed vil kapitalfondspartneren have indirekte ret til merafkast fra kapitalfonden. I nedstående eksempel er der taget udgangspunkt i, at der ejes minimum 10% i et carry-vehicle, som er placeret mellem kapitalfonden og kapitalfondspartnerens personlige holdingselskab.

<b>Carried interest mekanismen - Fysisk person med 2 mellemliggende holdingselskaber</b>	
CFC-indkomst	706
CFC-beskatning for partneren (22%)	- 155
<hr/>	
Afkast udbetalt fra K/S (a)	706
Aktieindkomst beskatning af afkast (27%)	-
<hr/>	
Afkast udbetalt til holdingselskab	706
Afkast på skatteopgørelsen	155
- CFC-indkomst (b)	- 155
<hr/>	
Skattepligtigt afkast	-
Rest i holdingselskab	551
Udskudt skat til betaling ved udlodning af rest (42% af 551)	- 231
<hr/>	
Indkomst efter skat (a-b-c)	<b>319</b>
<b>Effektiv skat %</b>	<b>54,8%</b>

Figur 5 - Egen tilvirkning

Der er i eksempel 5 tilfælde den samme CFC-indkomst, som ved eksempel 4. Der vil dog ikke ske aktieindkomstbeskatning, da det i stedet vil være udskudt til beskatning på tidspunktet for udlodning af den resterende del. Den udskudte skat vil være på 231, og den samlede indkomst efter skat vil være på 319. Det vil derfor igen give en effektiv skatteprocent på 54,8%. Den effektive skat vil derfor stemme overens med forarbejdernes eksempler og bemærkninger til lovforslaget i 2009 til lov nr. 525.<sup>75</sup> Der vil ikke være forskel på hvorvidt kapitalfondspartnere bruger et eller to holdingselskaber mellem dem selv og kapitalfonden.

<sup>75</sup> LFF 2009-04-22 nr. 202 – Bemærkninger til nr. 13

Det skattepligtige merafkast skal opgøres i overensstemmelse med det almindelige skatteretlige retserhvervsprincip. Det indebærer bl.a., at gevinst og tab ved afståelse af aktier vil skulle medregnes på afståelsestidspunktet, hvor gevinsten eller tabet realiseres.<sup>76</sup> Mere herom i afsnit 5.

Der er indsat en mulighed for at hjemtage skattefrit udbytte for kapitalfondspartnere i LL § 16 I stk. 9. Muligheden indsat for at forbedre likvidationssituationen hos den skattepligtige.<sup>77</sup> Udbyttet vil derfor ikke blive medregnet holdingselskabet omfattet af LL § 16 stk. 6, men derimod beskattes i personlig regi, som personlig indkomst i stedet. Dog må det skattefrie udbytte ikke overstige den skat, som der ellers var tilfaldet holdingselskabet. En sådan udlodning af udbytte vil resultere i en oplysningspligt for den skattepligtige efter LL § 16 I stk. 9 sidste pkt., og hermed følger der en oplysningsfrist efter skattekonrollovens (herefter "SKL") §§ 10-12.

#### 4.2.6 – Lempelse

Som ved LL § 16 stk. 1, så er det også en mulighed for kapitalfondspartneren med et indskudt holdingselskab at opnå lempelse for danske og udenlandske skatter jf. LL § 16 stk. 8. Det fremgår af LL § 16 stk. 8 at, *"Der gives skattepligtige omfattet af stk. 6 nedslag efter § 33, stk. 1 og 7, for selskabets danske og udenlandske skatter og skatter på selskabets indkomst som følge af § 16 H, aktieavancebeskatningslovens § 23, stk. 7, og selskabsskatteovens § 32. Nedslaget skal dog ikke kunne overstige den del af de samlede danske og udenlandske skatter, der forholdsmæssigt falder på selskabets merafkast efter stk. 6."* Den skattepligtige kapitalfondspartner med et indskudt holdingselskab ejer, en marginal andel af kapitalfonden (K/S), som indirekte giver dem en tilsvarende andel i eventuelle porteføljeselskaber. Aktierne kan ikke blive handlet på et reguleret marked, og dermed vil deres aktier være karakteriseret som skattefrie porteføljeaktier jf. ABL 4C, hvoraf avancer op til kapitalfondspartnerens holdingselskab vil være skattefrie og eventuelt udbytte vil blive udbyttebeskattet af 70% af indkomsten jf. SEL § 13 stk. 2.<sup>78</sup> Omregnet, så vil udbytte blive beskattet med en effektiv skattesats på 15,4% ( $0,70 \times 0,22$ ). En beskatning af realiseret udbytte vil derfor betyde, at kapitalfondspartneren kan søge lempelse efter LL § 33 stk. 1, på 15,4% og samtidig få skattefrit udbytte af de resterende 6,6%. Den samlede beskatning vil efter lempelsen være på 15,4%. Denne lempelse gælder efter LL § 33 stk. 1 og 7 både for dansk skat som er betalt og opkrævet af kilder fra indkomsten i det personligejet holdingselskab og skat der er betalt af sambeskattede selskaber. Det følger af LL § 33 stk. 1, at *"Skat, der er betalt til fremmed stat, til Grønland eller til Færøerne og opkrævet af indkomst fra kilder dér, det være sig ved direkte påligning eller ved indeholdelse, kan fradrages*

<sup>76</sup> C.D.4.2 Beskatning af kapitalfondspartnere mv. (carried interest)

<sup>77</sup> Bundgaard, Jakob, *Kapitalfonde i dansk og international skatteret*, 2010, s. 342

<sup>78</sup> Michelsen, Aage m.fl., *Lærebog om indkomstskat 18. udgave*, 2019 s. 602

i de indkomstskatter til stat og kommune, der skal svares af denne indkomst i Danmark.” og samtidig af LL § 33 stk. 7, at ”Skat betalt til fremmed stat, Færøerne eller Grønland af sambeskattede selskaber, der ikke er skattepligtige efter selskabsskattelovens § 1, kan alene fradrages i den danske skat efter stk. 1. Danske skatter, som er opkrævet hos sambeskattede udenlandske selskaber efter selskabsskattelovens § 2, medregnes i de udenlandske skatter efter 1. pkt.” Det følger derfor, at der ville kunne opnås dansk lempelse for betalte danske skatter og kildeskatter også selvom disse er pålagt indkomst hos selskaber med udenlandske domicil og sambeskatninger. Lempelsen af udbytte vil dog have den konsekvens, at der først kan laves en ansøgning til Skattestyrelsen om lempelse på udbytteskatten efter at selskabets selvangivelse er indberettet for det relevante indkomstår. Det kan både være en tidskrævende proces, samtidig med, at det kan forværre den likviditetsmæssige situation i selskabet.

Såfremt det ikke er muligt for kapitalfondspartneren at få lempet for det fulde beløb på 22%, så vil der opstå dobbeltbeskatning hos kapitalfondspartneren. I så fald vil indkomsten blive både CFC-beskattet og aktieindkomstbeskattet. I situationer som denne, har lovgiver gjort det muligt for kapitalfondspartneren at få udbetalt skattefrit udbytte, som også nævnt i 4.2.6. LL § 16 I stk. 9 giver muligheden for at hjemtage skattefrit udbytte med formål om at forbedre likviditetssituationen hos den enkelte kapitalfondspartner. Det skattefrie udbytte må dog ikke overstige den skat, som der ellers var tilfaldet holdingselskabet. I nedstående eksempel er der taget udgangspunkt i realiseret merafkast som udbytte med og uden lempelse og skattefrit udbytte efter hhv. LL § 16 I stk. 8 og 9. Der opnås ved exit et merafkast på 1000 efter fratrukket standardafkast.

Aktieavance og udbytte beskatning <i>Selskab</i>	Merafkast realiseret som	
	<i>Udbytte uden lempelse</i>	<i>Udbytte med lempelse</i>
Merafkast ved exit	1.000	1.000
Skat (15,4%)	- 154	- 154
Skattefrit udbytte til kapitalfondspartneren	220	66
<b>Merafkast til udbetaling</b>	<b>626</b>	<b>780</b>
<i>Kapitalfondspartneren</i>		
Selskabets merafkast (kvalificeret som CFC-indkomst)	1.000	1.000
CFC-beskatning på 22%	220	220
- Lempelse efter LL § 33	-	- 154
CFC-beskatning efter lempelse (22%)	220	220
- Skattefrit udbytte til kapitalfondspartneren	- 220,0	- 66,0
Merafkast fra selskabet	626,0	780,0
Marginal beskatning af udbytter (42%)	262,9	327,6
Merafkast til udbetaling	363,1	452,4
<b>Effektiv skat %</b>	<b>63,7%</b>	<b>54,8%</b>

Figur 6 - Egen tilvirkning

I eksemplet får kapitalfondspartneren udbetalt det skattefrie udbytte jf. LL § 16 I stk. 9 og får lempet efter stk. 8. Den effektive skat vil være på 54,8% i tilfældet hvor der udtages skattefrit udbytte samt opnår lempelse efter LL § 33 stk. 1. Det giver derfor kapitalfondspartneren muligheden for at undgå en potentiel dobbeltbeskatning situation, såfremt den betalte skat kan lempes efter LL § 33.

#### 4.3 - Delkonklusion

Anvendelsesområdet for både LL § 16 I stk. 1 og 6 omfatter alle skattepligtige som direkte eller via indirekte via et holdingselskab, har investeret i en kapitalfond. Det kan omfatte alle typer medarbejdere, ledere eller kapitalfondspartnere mv. Fortrinsstillingen opnås så snart den forholdsmæssige andel af generet afkast i kapitalfonden overstiger den forholdsmæssige andel af investeret kapital. Det betyder at så snart afkastet overstiger standardafkastet som beregnet i figur 3, så vil merafkastet blive omfattet af LL § 16 I, såfremt alle kumulative betingelser er opfyldt. Kapitalfondsbegrebet er med Skatterådets bindende svar i SKM2021.9.SR fortolket udvidende i den forstand at flere enheder tilsammen kan udgøre en kapital-venture- eller infrastrukturfond efter LL § 16 I. Samtidig vil alle enheder ikke skulle have ejerskab i kapitalfonden. Skatterådets udvidende fortolkning af begrebet står derfor i kontrast til lovgivers oprindelige hensigt med loven. Skatterådet er dermed på vej i en retning hvor ejerskab i konstruktioner med almindelige holdingselskaber og investeringsenheder, som giver en ret til en økonomisk beføjelse, vil blive omfattet af retsreglerne udformet i LL § 16 I.

Det er klart, at hensigten fra lovgiver har været at skabe et sæt værnsregler med formålet om at beskatte skattepligtige kapitalfondspartnere efter marginalsattesatsen på 55,9%. Direkte ejerskab af en fysisk person til kapitalfonden, hvor alle betingelser i LL § 16 I stk. 1 er opfyldt, vil give en marginalbeskatning på 55,9%. Ved indirekte eller direkte ejet holdingselskaber med ejerskab i en kapitalfond vil det give en effektiv skatteprocent på 54,8%. Der vil altså i sidste ende kunne være en lille fordel at hente ved at holde ejerskabet gennem et holdingselskab. Skatterådet er af den opfattelse at, det merafkast bliver anset som et bonusvederlag til en lønmodtager, så vil det også være omfattet af reglerne i AMBL, og som følge, øge beskatningen med 8%. Det må derfor være umiddelbart at merafkastet vil være omfattet af AMBL, og der derfor vil skulle betales AM-bidrag på 8% af udbetalt carried interest til Kapitalfondspartnere. Hvis ikke dette er tilfældet, vil det dermed skabe ubalance mellem direkte investeringer i kapitalfonden af en fysisk person og investeringer foretaget gennem holdingselskab(er).

## 5 - Overskudsdeling, realisationsbeskatning og LL § 16 J

Når en kapitalfond laver exit og overskudsdeling, så kan det opgøres via forskellige metoder. Uanset hvilken metode der anvendes, så er det en central del af kapitalfondens forretningsmodel. Både metode og

betingelserne for overskudsdeling bliver aftalt i kommanditselskabsaftalen. Selve aftalen kan have samme principper som anvendes globalt, men individuelt kan aftalen variere fra kapitalfond til kapitalfond. Der findes forskellige former for aftaler som ændrer vilkårene for brugen af distribueringsmetoderne. Valg af metode differentierer derfor når der foretages exit. De typiske metoder vil dog være Whole-fund eller deal-by-deal allokering. Der findes også varianter hvor der tages udgangspunkt i begge metoder. De følger dog begge grundprincipperne i den såkaldte vandfaldsmetode. I Danmark er det retningslinjerne fra vandfaldsmetoden, også benævnt internationalt som "distribution waterfall", som bliver fulgt når fordelingen af overskud aftales.<sup>79</sup> Overskudsdelingen vil derfor følge "commitments":

- Først tilbagebetales investorernes (Kommanditisterne) deres indbetalte indskud
- Dernæst betales investorerne (kommanditisterne) deres forretning af indskuddet efter den såkaldte hurdlerate (typisk 8%)
- Alt herefter (Carried interest / Merafkastet) betales forholdsmæssigt 80/20 til hhv. investorerne og kapitalfondspartnerne.

Kapitalfondspartnerne kan i visse kapitalfonde også få aftalt ind, at ovennævnte rækkefølge skal suppleres med en såkaldt "catch-up" bestemmelse. En catch-up bestemmelse er ofte ikke i investorernes interesse, da den vil allokere mere overskud til kapitalfondspartnerne, omvendt kan den i en vis grad også give incitament til at kapitalfondspartnerne arbejder yderligere for et højere afkast til hele kapitalfonden.<sup>80</sup>

En catch-up har til formål at sikre at kapitalfondspartnerne eksempelvis vil få 100% af merafkastet op til 20% hvorefter det overskydende merafkast herefter vil blive delt 80/20 til hhv. investorerne og kapitalfondspartneren. Den oprindelige rækkefølge for fordeling vil dermed være ændret. En catch-up bestemmelse kan få stor indflydelse på kapitalfondspartnerne og investorernes afkast. Catch-up bestemmelser kan i tilfælde vælges kun at blive anvendt såfremt at kapitalfondens afkast kun er omkring eller under den aftale forretning af hurdleraten på de 8% og på den måde blive brugt til at skabe incitament hos kapitalfondspartnerne.<sup>81</sup>

## 5.1 - Allokering via whole-fund og deal-by-deal

Allokeringen ved exit af afkast sker via selskabsdeltagernes kapitalkonto, hvor den i løbet af kapitalfondens levetid oplever udsving som følge af løbende udgifter og overskud. Der er i en kapitalfond både indtægter fra renter, udbytter og provenu fra porteføljeselskaber. Hertil er der regnskabsmæssige op- og nedskrivninger af ikke realiserede aktiver. Udgifterne består bl.a. af management fees og

---

<sup>79</sup> Krüger Andersen, Thomas, *Private Equity – Transaktioner, aftaler og regulering*, s. 64-65.

<sup>80</sup> *Ibid.*, s. 65-66

<sup>81</sup> *Ibid.*, s. 65-66

transaktionsomkostninger. Kapitalkontiene skal afspejle den førnævnte kommanditselskabsaftale vedrørende overskudsdelingen og korrekte allokering af afkast. Typisk vil kapitalfondspartnerne have en forpligtigelse til at udlodde overskud hurtigst muligt (såfremt der er et overskud at udlodde). Dette vil kapitalfondspartnerne også have egen interesse i, da formelen til udregningen af hurdleraten forbedres, såfremt returneringsfaktoren (tid) reduceres og investorerne får returneret deres investering. Efter at et provenu er blevet realiseret, så er det ofte sådan, at der ikke geninvesteres i nye selskaber. Der bruges den førnævnte vandfaldsmetode hvor der enten allokeres via "Whole-fund" eller "Deal-by-deal" fordeling. I de kommende eksempler vil der blive taget udgangspunkt i en ren Whole-fund og deal-by-deal allokering. Dermed vil et mix af de to ikke blive taget i betragtning.

### 5.1.1 - Whole-fund fordeling

Ved anvendelsen af Whole-fund til at allokere provenu, vil allokeringen ske gradvist i stadier. Provenu udbetales løbende, men der bliver tilbagebetalt i den aftalte rækkefølge benævnt i afsnit 5. Det betyder, at der samlet set for hele investeringen først skal tilbagebetales indbetalt indskud, dernæst forretning af indskud svarende til 8% af det samlede indskud og til sidst vil der blive allokeret overskydende carried interest. Der bliver dermed fyldt op nedefra, hvilket også benævnes "return-all-contributions-first".<sup>82</sup> Dette har betydning for kapitalfondspartneren udbetaling af merafkast, da det typisk først vil blive realiseret ved kapitalfondens exit, såfremt der er et merafkast at realisere. I nedstående eksempel tages der udgangspunkt i en kapitalfond som samlet har lavet en investering på 100.000, hvor der efterfølgende er blevet investeret 50.000, 30.000 og 20.000 i hhv. porteføljeselskab A, B og C. Investorerne har investeret 99% af kapitalen og den resterende del er investeret af kapitalfondspartnerne på 1%. Hurdleraten er, som vist direkte herunder, udregnet efter de forskellige antal år hvor kapitalfonden har forvaltet investorerne kapitalindskud. Porteføljeselskab A og B realiseres begge i år 4, mens porteføljeselskab C realiseres i år 5. Samlet set giver det et akkumuleret afkast på 139.314. Efter indskuddet er fratrukket, så vil hurdleraten lave et afkast på samlet 39.314 over en hhv. 4- og 5-årig periode.

Udregning - 8% p.a. hurdlerate	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5
A	50.000	54.000	58.320	62.986	<b>68.024</b>	
B	20.000	21.600	23.328	25.194	<b>27.210</b>	
C	30.000	32.400	34.992	37.791	40.815	<b>44.080</b>
Akkumuleret afkast af hurdlerate						139.314
<b>Akkumuleret afkast efter fratrukket indskud</b>						<b>39.314</b>

<sup>82</sup> Krüger Andersen, Thomas, *Private Equity – Transaktioner, aftaler og regulering*, s. 67

Whole-fund metode	Porteføljeselskab			Slutopgørelse
	A	B	C	
Indskudt kapital	100.000	-	-	100.000
Køb af porteføljeselskab	-	50.000	20.000	100.000
Salg af porteføljeselskab	150.000	85.000	27.000	262.000
Samlet provenu ved exit	150.000	85.000	27.000	262.000
Tilbagebetaling af investeret kapital	-	50.000	20.000	100.000
Hurdlerate (8% p.a., akkumuleret)	-	-	-	39.314
Samlet merafkast til distribution				122.686
Merafkast, 80% (investorer)				98.149
Merafkast, 20% (Kapitalfondspartnerne)				24.537
<i>Samlet tilbagebetaling af merafkast og forretning af indskud</i>				
Investorerne, samlet	<b>137.070</b>			
Kapitalfondspartnerne, samlet	<b>24.930</b>			
Samlet	<b>162.000</b>			

Figur 7 - Egen tilvirkning, med inspiration fra "Private Equity - Transaktioner, aftaler og regulering"

& "ILPA's Model Limited Partnership agreement (LPA)"

Hele allokeringen sker som benævnt via "whole-fund", og det samlede provenu for kapitalfonden ender på 262.000. Først tilbagebetales den indskudte kapital på 100.000. De indskudte 100.000 har med en akkumuleret hurdle rate på 8% p.a. genereret et afkast på 139.314. Dette udbetaler 39.314 til hhv. investorerne og kapitalfondspartneren(e) efter deres respektive ejerandel.

Til sidst vil allokeringen af merafkastet på 122.686 ske via en 80/20 fordeling til hhv. investorerne og kapitalfondspartnerne. Samlet set vil investorerne få udbetalt 98.149, hvor kapitalfondspartnerne vil få udbetalt 24.537. Ud af de 24.537, så vil der ske beskatning jf. LL § 16 I af den del, som overgår standardafkastet. Beregningen heraf vil følge principperne som blev lavet i regneeksemplet i afsnit 4.1.4. Den samlede udbetaling uden indskud vil være på 162.000.

Konkret set betyder det, at med whole-fund allokering, så vil kapitalfondspartnerne få deres del af provenuet i den sidste del af kapitalfondens levetid. Ved deal-by-deal vil allokeringen ske som stod hvert salg opgjort for sig. Deal-by-deal vil straks blive gennemgået nedenfor.

### 5.1.2 - Deal-by-deal fordeling

Dernæst findes der også muligheden for at anvende deal-by-deal fordeling i kommanditselskabsaftalen. Her vil alle omkostninger og indtægter, som kan tillægges de enkelte investeringer blive fordelt således, at de kan henføres til den pågældende investering. Eksempelvis vil den procentvise andel af management fee blive henført til selskab A, hvor Selskab B vil have en mindre andel hvis investeringen ikke er af samme størrelse. Denne metode er typisk anvendt i USA og kan i situationer medføre at kapitalfondspartnerne kan få udbetalt et større beløb end de rent faktisk har krav på. Eksempelvis kunne det opstå, at de første par

investeringer som realiseredes giver ret til udlodning af provenu, og vil medføre at der bliver udbetalt oprindelig investeret afkast, akkumuleret hurdderate svarende til 8% p.a. og merafkast. Dette vil ske uden at tage stilling til om de resterende investeringer eventuelt kan have en negativ effekt på det samlede resultat. Sammenlignet med Whole-fond allokeringen, så vil deal-by-deal i princippet kunne betyde at der bliver mere udbetalt til kapitalfondspartnerne, dog vil dette blive opgjort ved kapitalfondens opgørelse ved exit. Europæiske investorer er derfor typisk modstander af sådan en konstruktion, da det kan give incitament hos kapitalfondspartnerne til at allokere mere tid til de gevinstgivende investeringer frem for at bekymre sig om de ringere præsterende investeringer. Amerikanske investorer ser dog deal-by-deal allokering som en bedre løsning, da det vil give incitament til kapitalfondspartnerne, når der løbende udbetales gevinst frem for kun ved kapitalfondens opløsning.<sup>83</sup>

I nedstående eksempel er der af indskuddet generet samme afkast af den akkumulerede årlige hurdderate på 8% som i figur 7. Det giver en forretning af afkastet på 39.314. Der er samlet lavet de samme indskud i selskab A, B og C og de vil ved salg genere det samme provenu, som i whole-fund allokeringseksemplet.

Udregning - 8% p.a. hurdderate	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5
A	50.000	54.000	58.320	62.986	<b>68.024</b>	
B	20.000	21.600	23.328	25.194	<b>27.210</b>	
C	30.000	32.400	34.992	37.791	40.815	<b>44.080</b>
Akkumuleret afkast af hurdderate						139.314
<b>Akkumuleret afkast efter fratrukket indskud</b>						<b>39.314</b>

Deal-by-deal metode	Porteføljeselskab		
	A	B	C
Indskudt kapital			
Køb af porteføljeselskab	-	-	-
Salg af porteføljeselskab	150.000	85.000	27.000
Samlet provenu ved exit	150.000	85.000	27.000
Tilbagebetaling af investeret kapital	-	-	-
Hurdderate fratrukket indskud (8% p.a., akkumuleret)	18.024	7.210	-
Samlet merafkast til distribution, pr selskab	81.976	57.790	-
Udbetalt merafkast, 80% (investorer)	65.580	46.232	-
Udbetalt merafkast, 20% (Kapitalfondspartnerne)	16.395	11.558	-
			<b>Udbetalt, total</b>
Hurdderate (8% p.a., akkumuleret)			25.234
Udbetalt afkast, 80% (investorer)			111.813
Udbetalt merafkast, 20% (Kapitalfondspartnerne)			27.953

Figur 8 - Egen tilvirkning, med inspiration fra "Private Equity - Transaktioner, aftaler og regulering"

& "ILPA's Model Limited Partnership agreement (LPA)"

<sup>83</sup> Krüger Andersen, Thomas, *Private Equity – Transaktioner, aftaler og regulering*, s. 68



Den samlede udbetaling vil i ovenstående eksempel resultere i en forretning af indskud på 25.235. Selskab C har generet et tab og vil ved salget ikke genere en forretning af indskuddet. Dette vil først kunne opgøres ved kapitalfondens slutopgørelse. Af de 25.235 vil der ske fordeling svarende til den respektive ejerandel. Der vil samlet blive udbetalt 111.813 til investorerne og 27.953 i merafkast til kapitalfondspartnerne. Kapitalfondens slutopgørelse vil dernæst blive gennemgået i eksemplet herunder.

<b>Slutopgørelse</b>	
Samlet provenu ved exit	262.000
Tilbagebetalt indskud	- 100.000
Hurdle rate (8% p.a.)	- 39.314
<b>Samlet afkast til fordeling</b>	<b>122.686</b>
<i>Investorer</i>	
Hurdlerate (99% af samlet generet forretning af indskud)	38.921
Afkast (80%)	98.149
<i>Kapitalfondspartnerne</i>	
Hurdlerate (1% af samlet generet forretning af indskud)	393
Merafkast (20%)	24.537

<b>Korrektion af udbetalt afkast</b>	<b>Udbetalt</b>	<b>Slutopgørelse</b>	<b>Forskel</b>
Investorer	136.795	137.070	275
Kapitalfondspartnerne	28.205	24.930	- 3.275
<b>Total</b>	<b>165.000</b>	<b>162.000</b>	<b>- 3.000</b>

Figur 9 - Egen tilvirkning, med inspiration fra "Private Equity - Transaktioner, aftaler og regulering"

& "ILPA's Model Limited Partnership agreement (LPA)"

Ved kapitalfondens slutopgørelse vil det samlede provenu efter tab være på 262.000. Den samlede tilbagebetaling vil være på 100.000. En forretning af indskuddet vil genere 39.314 og 122.686 i afkast som vil skulle fordeles til hhv. kapitalfondspartnerne og investorerne.

Investorerne har samlet krav på 38.921 af forretningen og et afkast på 98.149. Her vil kapitalfondspartnerne have krav på 393 af forretningen og et merafkast på 24.537. Der vil herefter ske korrektion, da tabet ikke var inkluderet i de allerede udbetalte beløb til investorerne og kapitalfondspartnerne. Samlet vil kapitalfondspartnerne skulle tilbagebetale 3.275. Heraf vil investorerne stå til at modtage yderligere 275. De resterende 3.000 vil dække tab i kapitalfonden. Realisationsbeskatning af de udbetalte beløb og ved slutopgørelsen vil blive gennemgået i afsnit 5.3.

## 5.2 - Claw-back bestemmelser, FAIF og sikringskonti

Ovennævnte allokeringmetoder har dog også begrænsninger som følge af FAIF-loven. Det omhandler primært begrænsninger i anvendelsen af Deal-by-deal-fordeling i Danmark. Som følge af FAIF § 20, så må

den variable løn hos ledelsesmedlemmer højst udgøre 50% af honoraret eller den faste grundløn inkl. Pension. Hertil skal der fastsættes et lønloft for andre ansatte. Der findes dog en undtagelse i FAIF § 20 stk. 9 nr. 1, som gør at den variable løn godt kan overstige de 50%, såfremt betingelsen om at alle investorerne har fået tilbagebetalt deres indskud plus hurdløst på tidspunktet for udbetalingen af merafkast til kapitalfondspartnerne. Dertil skal udbetalingen af merafkastet være underlagt et såkaldt tilbagebetalingskrav indtil kapitalfonden er opløst og likvideret. Denne undtagelse kan derfor kun blive opfyldt når der bruges "whole-fund" til at allokere provenuet.<sup>84</sup> Dette tilbagebetalingskrav er i praksis omtalt som en "claw-back"-bestemmelse. Efter FAIF § 20, stk. 6, så skal forvalteren af kapitalfonden, "*sikre sig, at medlemmer af ledelsen og andre ansatte, hvis aktiviteter har væsentlig indflydelse på forvalterens risikoprofil eller på risikoprofilen for de forvaltede alternative investeringsfonde, som modtager variabel løn, skal tilbagebetale den variable løn helt eller delvis, hvis den variable løn er udbetalt på grundlag af oplysninger om resultater, som kan dokumenteres at være fejlagtige, og hvis modtageren er i ond tro.*" Disse ekstra krav er gældende for forvaltere af kapitalfonde som tilsammen forvalter mere end 500 millioner euro, hvis investeringerne ikke er gearede eller 100 millioner såfremt investering er gearede jf. FAIF § 6 stk. 1, nr. 1 og 2.

Alle kommanditselskabsaftaler indeholder denne form for claw-back bestemmelse, og går ofte længere end FAIF-bestemmelsen. Bestemmelsen kan være objektiv og således ikke tage hensyn til kapitalfondspartneren gode eller onde tro. Den kan yderligere stille krav om hel eller delvis tilbagebetaling af det beløb, som overstiger, hvad den pågældende kapitalfondspartner ville være berettiget til, såfremt udlodningerne fra kapitalfonden var lavet ved likvideringen af kapitalfonden.<sup>85</sup> Denne bestemmelse vil dog ikke give tilstrækkelig sikkerhed for investorerne, da kapitalfondspartnerne, som nævnt i afsnit 2, kan have valgt at investere samlet gennem et carry-vehicle, hvis formål er at udlodde til kapitalfondspartnere og deltagere baseret på deres ejerandel i enheden. De udlodninger som bliver foretaget til carry-vehicle vil oftest blive udloddet videre hurtigst muligt til deres retmæssige ejere. Hermed opstår den potentielle problemstilling, hvis der i så fald er udloddet for meget til ejerne og carry-vehicle allerede er tomt på tidspunktet for likvidationen af kapitalfonden og dermed før slutopgørelsen er lavet. Det vil ikke være hensigtsmæssigt at forpligte privatpersoner med privatøkonomiske problemer, og derfor er løsningen ofte at der udlægges pant eller der bliver anvendt en såkaldt sikringskonto. I Private Equity branchen er sådan en konto også benævnt som en "*escrow konto*". Dette er en spæringskonto, hvor udlodninger bliver fastlåst indtil

---

<sup>84</sup> Krüger Andersen, Thomas, *Private Equity – Transaktioner, aftaler og regulering*, s. 68-69

<sup>85</sup> *Ibid.*, s. 68-69

eventuelle krav, er opfyldte i komplementarselskabsaftalen. I USA er det mest anvendt at stille sikkerhed i pant, hvor der i Europa anvendes sikringskonti.

### 5.3 - Realisationsbeskatning og LL § 16 J

I forbindelse med beskatningen af merafkast, så giver førnævnte afsnit om claw-back bestemmelsen og sikringskonti et problem, da kapitalfondspartnerne både med og uden direkte og indirekte ejet holdingselskab, vil være omfattet af realisationsbeskatningsprincippet, når de er omfattet af LL § 16 I. Dette blev bl.a. adresseret i DVCA's (nu Aktive Ejere) henvendelse af 1. maj i 2008, som primært vedrørte problemstillingen om, at som lovforslaget var dengang, så ville det medføre lagerbeskatning af de realiserede midler, som kapitalfondspartneren på tidspunktet herfor ikke ville have adgang til førend kapitalfonden ville blive realiseret og opløst. Under et høringssvar, besvaret af den daværende minister, udtalte ministeren, at tidspunktet for hvornår kapitalfondspartnere beskattes, gælder ud fra de almindelige skattemæssige retserhvervsprincipper, som gælder for anden skattemæssige indkomst. Ministeren udtalte således *"Merafkastet beskattes på det tidspunkt, hvor kapitalfondspartneren endelig erhverver ret til merafkastet. Hvornår der opnås endelig ret til merafkastet, afgøres ud fra de almindelige retserhvervsprincipper. Kapital- og venturefonde vil ofte være kommanditselskaber, der skattemæssigt behandles på samme måde som interessentskaber. Højesteret har i SKM2003.389.HR taget stilling til retserhvervsretten i interessentskaber. (...) Udgangspunktet vil således klart være, at deltagerne i kapitalfonden anses for at afstå aktierne på det tidspunkt, hvor kapitalfonden afstår aktierne samt at deltagerne beskattes af aktieafståelsen på dette tidspunkt. Dette må således også være udgangspunktet for beskatningen af merafkastet (...)"*.<sup>86</sup> Konsekvensen af realisationsbeskatning på afståelsestidspunktet kunne dog medføre at kapitalfondspartnerne ville kunne blive opkrævet en for stor beskatning på det realiserede merafkast, da kapitalfonden på tidspunktet for realisationen, ikke var fuldt opgjort. Eksempelvis ville salget af de første porteføljeselskaber kunne medføre et ovenud profitabelt merafkast, efterfølgende ville et par underskudsgivende salg af de resterende porteføljeselskaber kunne medføre, at det udbetalte merafkast var uberettiget og dermed skulle tilbagebetales. Dette ville resultere i, at kapitalfondspartnerne ville stå med to problemstillinger, i) Det overskydende merafkast som ikke tilfaldt kapitalfondspartneren ville skulle tilbagebetales jf. kommanditselskabsaftalen og claw-back bestemmelsen og ii) merafkastet som blev realiseret, skulle beskattes på realisationstidspunktet. Derfor ville kapitalfondspartneren ende i en situation hvor han eller hun ville kunne kræve tilbagebetaling af andel af betalt skat. Til denne problemstilling svarede daværende minister at *"Dette vil medføre, at der sker beskatning af merafkast, som kapitalfondspartneren reelt ikke får lov til at beholde. Jeg er enig i, at det ikke forekommer rimeligt. Jeg vil*

---

<sup>86</sup> Høringssvar til DVCA, L 202, 2008/2009, bilag 37

derfor ved et ændringsforslag sikre, at der laves en efterregulering af merafkast-beskatningen, hvis der i kapitalfonden sker en efterregulering af merafkastet.”. Konsekvensen af dette blev indførslen af den nuværende LL § 16 J i ændringsforslaget til 2. behandling af lovforslaget. Bestemmelsen blev endeligt indført ved lov nr. 525. Mere om LL § 16 J i afsnit 5.1.4.2, straks nedenfor.

### 5.3.1 – Likviditetsmæssige konsekvenser af realisationsbeskatning

Merafkastet som kapitalfondspartnerne får udbetalt, vil kunne have negative likvide konsekvenser. Som tidligere nævnt i 5.1.3, så vil merafkastet blive deponeret på en ”escrow account”, den såkaldte sikringskonto, som ikke kan udbetales før kapitalfonden er opgjort. Dog skal det merafkast som kapitalfondspartnerne har ret til, beskattes på tidspunktet hvor salget af aktierne bliver realiseret. Ved en deal-by-deal opgørelse vil kapitalfondspartnerne blive likviditetsbelastet straks ved realiseringen af aktierne, hvor der ved whole-fund opgørelsen bliver fyldt op nede fra, og dermed vil kapitalfondspartnerne først blive beskattet på tidspunktet hvor de erhverver sig ret til merafkast. Dermed vil sidstnævnte fordeling, ikke have de samme likviditetsmæssige konsekvenser, da man ved kapitalfondens opgørelse allerede ved hvordan opnået provenu skal fordeles.

Som tidligere nævnt, så vil der kunne udtages skattefrit udbytte, til netop at betale den skat som bliver realisationsbeskattet, både som følge af dobbeltbeskatning og lempelse, men også i forbindelse med eventuel likviditetsbelastning, da en både kapitalfondspartneren som fysisk person eller dennes holdingselskab, vil mangle midler til at kunne betale denne skat såfremt den er låst på en escrow account.

### 5.3.2 - LL § 16 J

Formålet med LL § 16 J er at løse problemstillingen med claw-back bestemmelsen i kommanditselskabsaftalerne, hvor kapitalfondspartnere vil kunne stå i en problemstilling, hvor de har fået udbetalt et højere merafkast end de ved slutopgørelsen er berettiget til og som følge af dette, havde betalt skat af et højere merafkast. Det følger af LL § 16 J, at *”Hvis en skattepligtig for et indkomstår har betalt skat af merafkast i en kapital- eller venturefond, kan skatten udbetales kontant til den skattepligtige i et senere indkomstår, i det omfang merafkastet tilbagebetales til de øvrige investorer ved en efterregulering af afkastfordelingen i kapital- og venturefonden.”* Her er det bemærket, at lovgiver ikke har taget højde for udvidelsen af anvendelsesområdet for LL § 16 I, i 2019 til også at omfatte infrastrukturfonde. Henvisningen til merafkastet i bestemmelsen er dog en direkte reference til LL § 16 I, hvori dette er karakteriseret sammen med kapital-, venture- og infrastrukturfonde. Det må derfor være umiddelbart, at bestemmelsen også vil kunne anvendes på merafkast som er udbetalt i en infrastrukturfond. Yderligere tager bestemmelsen også højde for udbetalt udbytte, som ikke er henregnet som skat efter LL § 16 H, stk. 13 eller LL § 16 I stk. 9. Bestemmelsens stk. 2 siger at *”I det omfang den skattepligtige har modtaget udbytter, som*

*ikke er medregnet til den skattepligtige indkomst som følge af § 16 H, stk. 13, eller § 16 I, stk. 9, medregnes den kontante udbetaling til den skattepligtige indkomst i det indkomstår, hvor skatten tilbagebetales.”* Det er derfor klart, at bestemmelsens stk. 1 og 2 har til formål at hjælpe kapitalfondspartnere i de situationer, hvorpå de ikke skal beskattes af ikke-realiseret merafkast, dog med den konsekvens, at de likviditetsmæssigt vil stå i en situation, hvor de vil skulle tilbagebetale til investorerne, men at de ikke samtidig vil kunne få straks udbetalt den allerede merbetalte skat.

Ved ændringen ved lov. 1576 i 2019, blev der indført bestemmelsens stk. 3 med formålet om at give Skattestyrelsen mulighed for at sikre, at der sker en centraliseret behandling af anmodninger, hvor flere skattepligtige fra samme kapitalfond modtager eller har modtaget merafkast, der er omfattet af § 16 I.<sup>87</sup> Dette synes at være sammenhængende med den førnævnte oplysningspligt i LL § 16 I stk. 9 og 10.

#### 5.4 – Delkonklusion

Overskudsdelingen og valg af allokeringmetode kan have både negative og positive konsekvenser for investorerne såvel som kapitalfondspartnerne. Der vil ved anvendelsen af deal-by-deal metoden være begrænsninger efter FAIF-loven for størrelsen af den variable løn som må aflønnes til forvalterne af kapitalfonden herunder carried interest. Det vil derfor kunne påvirke kapitalfondspartnerne og andre medarbejdere i management- eller komplementarselskabet. Det minimerer derfor anvendelsen af denne allokeringmetode i Danmark. Deal-by-deal vil positivt kunne udlodde afkast og carried interest løbende i kapitalfondens levetid med formålet om at give incitament hos kapitalfondspartnerne. Der vil via denne metode ske realisationsbeskatning på tidspunkt på udlodningen af provenuet til kapitalfonden. Negativt kan få betydning for anvendelsen af claw-back bestemmelser og tilbagebetaling af betalt skat via LL § 16 J. Likvidationsmæssige konsekvenser kan heraf opstå, og skabe problemer for hhv. investorerne og kapitalfondspartnerne. Eksemplet i figur 9 er et tydeligt eksempel hvorpå at kapitalfondspartnerne vil være nødsaget til at tilbagebetale en andel af deres udbetalte standardafkast og merafkast til at dække tab og returnere en andel til investorerne. Claw-back bestemmelsen vil dermed træde i kraft og der vil skulle tilbagesøges skat hos Skattestyrelsen efter LL § 16 J.

Whole-fund allokering vil i stedet betyde at overskudsdelingen følger kapitalfondens samlede investering. Hermed vil alle investeringer skulle tilbagebetales til deres retmæssige investorer før forretning og carried interest vil kunne blive udbetalt. Metoden udbetaler derfor samlet efter de aftalte regler for overskudsdelingen i kommanditselskabsaftalen. Der vil derfor på slutopgørelsestidspunktet allerede være allokeret alt forudgående afkast, tab og udgifter hvilken kun efterlader udbetalingen carried interest. Først

---

<sup>87</sup> Karnov Group, note nr. 669 til LBKG 2023-01-13 nr. 42, § 16 J, stk. 3.

herefter vil der ske realisationsbeskatning hos kapitalfondspartnerne og investorerne på deres respektive andel af carried interest. Muligheden for anvendelsen af claw-back bestemmelsen og LL § 16 J vil derfor kun ske i et minimalt antal af tilfælde og evt. ved fejlregørelser. Ulempen ved dette, er dog at indsatsen hos kapitalfondspartnerne først vil blive aflønnet ved kapitalfondens exit, som typisk først indtræder efter 10-12 år efter kapitalfondens etablering.

## 6 - Konklusion

Specialet har haft til formål at undersøge hvordan en fysisk person direkte eller gennem et holdingselskab vil blive omfattet af LL § 16 I når der modtages carried interest fra en succesfuld investering i en kapitalfond. Forud for analysen, har det været nødvendigt at gennemgå den typiske kapitalfond, for på den måde at finde ud af hvordan carried interest er aftalt, partnerne som indgår i en kapitalfond og hvorfor de indgår i strukturen. Det kan konkluderes, at kapitalfonde er komplekse strukturer som kan konstrueres både med et K/S og som et aktie- og anpartsselskab. Den mest anvendte konstruktion vil være et K/S, hvor der i tillæg hertil etableres en komplementar, typisk som et aktie- eller anpartsselskab, med formålet om at tab vil være begrænset til kun at omfatte selskabet. Investorerne og kapitalfondspartnerne vil investere direkte eller indirekte i K/S'et med formålet om at modtage udbytte og afkast fra positive afviklinger af porteføljeselskaber. Investorerne tillader kapitalfondspartnerne investere en lille del i K/S'et for at skabe incitament for bedre resultater og mere ekspotentielt vækst.

Kapitalfondspartnerne vil ofte vælge at etablere et managementselskab til at forvalte K/S'et mod at modtage vederlag for denne service i form af et årligt management fee. Managementselskabet og komplementarselskabet vil i nogle konstruktioner være én og samme enhed. Enheden som forvalter K/S'et vil i nogle tilfælde skulle lade sig registrere hos finanstillstyret jf. FAIF-loven, såfremt visse kriterier er opfyldt. En sådan registrering vil betyde yderligere restriktioner og begrænsninger på forvaltningen.

Mellem investorerne og kapitalfondspartnerne vil der blive udarbejdet en komplementarselskabsaftale med formålet om at regulere positive og negative covenants, eksempelvis hvordan investorernes kapital må og skal forvaltes, samt hvor længe. Aftalen kan også opstille betingelser, som kan øge eller minimere management fee, carried interest andelen. Der er set carried interest mekanismer, som kan indeholde en udbetaling af merafkast gennem management fee, og i så fald vil det være de samme gældende betingelser som ved en almindelig carried interest konstruktion.

Carried interest særreglerne blev introduceret i 2009 med tre nye betingelserne, med formål om at regulere beskatningen både for fysiske personer og privat ejet holdingselskaber. Der blev introduceret ABL § 17 A, LL §§ 16 I & 16 J. Særregulering på carried interest var fra lovgiver ønsket, da udbetalingen af

merafkastet blev anset for at være en bonus for kapitalfondspartnernes knowhow, drift og succesfuld ud- og afvikling af kapitalfonden. Dermed var ønsket at beskatte carried interest på lige fod som en almindelig bonus. Med en marginalbeskatning på 55,9% betød det at kapitalfondspartnere som investerede direkte i K/S'et vil kunne blive omfattet af en langt større beskatningsbyrde end tidligere reguleret. Forarbejders ønske var ligeledes at beskatte de tilfælde, hvor der var et privat ejet holdingselskab mellem partneren og K/S'et på lige fod med den direkte investering. Løsningen herpå var at lade merafkastet blive CFC-beskattet på tidspunktet hvor afkastet bliver realiseret i den skattepligtige kapitalfondspartners holdingselskab.

Tidspunktet hvorpå kapitalfondspartneren vælger at udbetale fra selskabet vil den resterende andel af indkomsten blive aktieindkomst beskattet jf. PSL § 4a. Dette vil give en effektiv beskatning på 54,8%. Dermed vil beskatningen ske næsten identisk. Dermed vil der ikke være store fordele i at lade sig beskatte gennem et holdingselskab frem for direkte som privat person. Forarbejders målsætning om at beskatte jævnbyrdigt må således være opfyldt, da det skattemæssigt ikke vil have de store fordele ved at foretage investeringen gennem et selskab fremfor som fysisk person.

I 2019 blev ABL 17 A ophævet og LL § 16 I revideret således at den nu omfattede både ABL 17 A og den daværende LL 16 I. I tillæg til dette blev alle typer af investeringer som omfattede en udbetaling af merafkast omfattet. Det betød at fremmed gæld nu også er omfattet af bestemmelsen. Begrundelse herfor, var at man kunne omgå bestemmelsen ved før at bruge fremmed gæld, og på den måde kun blive kapitalindkomst beskattet jf. PSL § 4.

Det kan samlet konkluderes at skattepligtige omfattet af LL § 16 I, om det er stk. 1 (fysiske personer) eller stk. 6 (via holdingselskab), kun vil kunne blive omfattet via deres stilling sammen med en økonomisk rettighed til et merafkast som er større end deres procentvise andel i investeringsenheden. Det vil ikke gøre nogen forskel om der er to holdingselskaber mellem den fysiske person, eksempelvis hvor det ene er et carry-vehicle, som er ejet direkte eller indirekte i fællesskab af flere skattepligtige personer. Her vil det helt præcis være andelen af overskud som sammenlignes med andelen af ejerskab i investeringsenheden. I SKM2022.268.SR blev det fastlagt at en bonus til en medarbejder i det modtagende selskab, blev baseret på 30% af selskabets andel af carried interest fra en kapitalfond, ikke var omfattet af LL § 16 I. Grunden hertil var at medarbejderen ikke havde en direkte ret – og dermed fortrinsstilling – i kapitalfonden, men kun en bonus, baseret på carried interest størrelsen. Såfremt denne medarbejder ejede andele i selskabet, og dermed indirekte i kapitalfonden, så ville medarbejderen blive omfattet på lige fod som ejeren af det modtagende selskab.

Det kan ydermere konkluderes at kapitalfondsbegrebet, via Skatterådets udvidende fortolkning i SKM2021.9.SR, er blevet udvidet således at det fremover vil kunne have betydning for almindelige

holdingselskabskonstruktioner og investeringsstrukturer. De vil dermed, i et vist omfang, også kunne blive omfattet af LL § 16 I. Det blev yderligere konkluderet af Skatterådet at en række enheder, vil kunne struktureres således at de vil blive omfattet af LL § 16 I, og hertil skulle alle enheder ikke nødvendigvis have ejerskab i kapitalfonden. I det bindende svar var det en række enheder som tilsammen vil udgøre en kapitalfond, også selvom de ikke var struktureret som en typisk kapitalfond. Eksempelvis var enheden som havde økonomiske rettigheder via et PPL-lån ikke forvalter af kapitalfonden, dette var enhedens søsterselskab. Tilsammen blev det dog konkluderet af Skatterådet at hele strukturen tilsammen udgjorde en kapitalfond omfattet af begrebet i LL § 16 I stk. 3. Konklusionen fra Skatterådet er imod forarbejders hensigt med bestemmelsen, da den via en udvidet fortolkning fremover vil kunne ramme almindelige investeringsstrukturer, hvori der vil være økonomiske rettigheder indblandet.

Allokeringen af merafkastet kan ske via forskellige metoder, alt afhængig af hvad der indbyrdes er blevet aftalt med kapitalfondspartnerne og investorerne i komplementarselskabsaftalen. Uanset metode, så vil slutopgørelsen skulle resultere til den samme betaling til hhv. investorerne og kapitalfondspartnerne uanset om der bliver brugt Whole-fund eller deal-by-deal til at allokere provenu fra salget af porteføljeselskaber. Begge metoder har sine fordele og ulemper. En af ulemperne vil være realisationsbeskatningen via deal-by-deal allokering. Realisationsbeskatningen har skattepligtige efter LL § 16 I, den konsekvens at kapitalfondspartnerne vil kunne stå i likviditetsmæssige problemer, da de vil kunne risikere at få udbetalt et merafkast, som er større end de er berettiget til. Dette vil generelt være et problem med investeringer foretaget gennem et carry-vehicle, der allerede er sket udlodning ved kapitalfondens slutopgørelse. Til at behjælpelig netop denne situation, har lovgiver indsat LL § 16 J, som giver kapitalfondspartnere mulighed for at få udbetalt overskudsbetalt skat mod fremvisning af belæg for at der vil ske tilbagebetaling til de respektive parter. Det er også forsøgt reguleret i komplementarselskabsaftalen via en indbetaling til en sikringskonto, eller der via pant bliver stillet sikkerhed af den skattepligtige kapitalfondspartner. Komplementarselskabsaftalen indeholder også en claw-back bestemmelse, som vil regulere, uanset god eller ond tro, at kapitalfondspartnere vil være forpligtiget til at tilbagebetale uberettiget afkast som var tilfaldet dem før en evt. slutopgørelse.

Endeligt kan det konkluderes at bestemmelsen delvis lever op til forarbejders oprindelige hensigt. Der vil med udvidelsen af kapitalfondsbegrebet kunne ske beskatning hos andre personer og selskaber end der oprindeligt var hensigten. Fremover vil det kunne få betydninger for fremtidige afgørelser fra Skatterådet, da de udvidet vil kunne tilsigte at gå efter flere almindelige konstruktioner af selskabsstrukturer som de mener vil være omfattet af bestemmelsen.



## 7 - Perspektivering

Kapitalfundsbegrebet er med det bindende svar i SKM2021.9.SR fortolket udvidende af Skatterådet. Det er efter deres fortolkning klart at en flerhed af selskaber kan samlet kan udgøre en Kapitalfond efter LL § 16 I stk. 3. Det er ikke nødvendigt at alle selskaber har ejerskab i en af kapitalfondens selskaber. I stedet kan tilførslen af viden eller lån være investeringen i kapitalfonden. Særreglen vil derfor kunne risikere at ramme aktionærer med økonomiske rettigheder, herunder familieejede investeringsselskaber som udøver aktiv forvaltning af underliggende investeringer. En sådan udvidelse vil risikere at ramme en målgruppe som ikke var forarbejder og lovgivers hensigt ved vedtagelsen af loven første udkast tilbage i 2009. Konsekvensen heraf kan derfor få indflydelse på fremtidige investeringer foretaget af udenlandske såvel som danske investorer som via deres struktur kan blive underlagt særreglen.

Udvidelsen af særreglens anvendelsesområde synes også at mangle en klar afgrænsning fra lovgivers side, da det på nuværende tidspunkt ikke foreligger klart, hvilke konstruktioner der helt præcis vil være omfattet af carried interest bestemmelsen. Retstillingen på området er ikke afklaret og det vil i fremtiden kunne give anledning til yderligere tvivlsspørgsmål fra borgere, da brugen af regelsættet af Skattestyrelsen vil kunne anvendes hyppigere. En hyppigere anvendelse af særbestemmelsen vil hos borgerne skabe usikkerhed, da det vil risikere at kunne minimere retssikkerheden på området. Carried interest reglerne kræver derfor at blive afgrænset klart, således retssikkerheden kan opretholdes.

Med særreglens nuværende udformning rammes der bredt, således at alle former for merafkast er omfattet, herunder fremmed gæld. Særreglerne synes dertil at beskatte jævnbyrdigt ligegyldigt hvordan investeringen foretages og opretholder dermed forarbejders ønske. Tilnærmelsesvis kunne det i fremtiden formodes at Skatterådet via et bindende svar ville statuere hvorvidt merafkast falder under den nuværende udformning af AMBL. En afgørelse vil kunne ændre den nuværende jævnbyrdige beskatning af merafkastet. En direkte fritagelse fra AM-bidrag ville kunne resultere i, at lovgiver vil være nødsaget til at genbesøge bestemmelsen. Dette med formålet om at vurdere hvorvidt den stadig vil opretholde forarbejders oprindelige intention om jævnbyrdig beskatning.

## 8 - Litteraturliste

### **Lovbekendtgørelser**

L 2003-12-19 nr. 1169

L 2009-06-12 nr. 525

L 2019-12-27 nr. 1576

LBKG 2019-03-28 nr. 426

LBKG 2020-02-07 nr. 121

LBKG 2021-11-01 nr. 2015

LBKG 2021-01-29 nr. 172

LBKG 2021-04-28 nr. 824

LBKG 2021-06-14 nr. 1284

LBKG 2022-03-02 nr. 283

LBKG 2022-08-22 nr. 1241

LBKG 2023-01-13 nr. 42

### **Lovforslag, forarbejder og hørings svar**

Hørings svar til DVCA, L 202, 2008/2009, bilag 37

Høringskema, L 202 2008/2009 – Bilag 2

Hørings svar til Plesner, L 202, 2008/2009, bilag 5

LFF 2009-04-22 nr. 202 – Forsalg til Lov om ændring af aktieavancebeskatningsloven og forskellige andre love

LFF 2019-10-01 nr. 4 - Forslag til lov om ændring af aktieavancebeskatningsloven, kursgevinstloven, ligningsloven og forskellige andre love

### **Domme**

TfS 2000 69 LSR

SKM2010.76ØLR

### **Afgørelser**

SKM2022.268.SR

SKM2021.9.SR

SKM2016.439.SR

SKM2011.728.SR

SKM2011.463.SR

SKM2011.440.SR

### **Bøger**

Bundgaard, Jakob, *Kapitalfonde i dansk og international skatteret*, Ex Tuto Publishing, 2010

Krüger Andersen, Thomas, *Private Equity – Transaktioner, aftaler og regulering*, Jurist- og Økonomiforbundets forlag, 2013

Michelsen, Aage m.fl., *Lærebog om indkomstskat 18. udgave*, Djøf Forlag, 2019

Michelsen, Aage m.fl., *International Skatteret 4. udgave / 2. Oplag*, Karnov Group, 2020

Munk-Hansen, C., *Retsvidenskabsteori (2. udgave)*, Djøf Forlag, 2018

### **Artikler**

Børsen.dk (23 marts, 2023), *Kapitalfond sætter OW Bunker-søster til salg: Står til at score milliardbeløb*, sidst lokaliseret maj 2023.

DVCA (Danish Venture Capital & Private Equity Association), *Introduktion til venture- og kapitalfonde*, 2016

Revision og Regnskabsvæsen, *Kommentarer til udvalgte afgørelser - Beskatning af aktier med særlige rettigheder – udvidelse af kapitalfondsbegrebet i carried interest-reglerne: SKM2021.9.SR, (RR.SM.2021.6)*

Tidsskrift for Skatter og afgifter, *Carried interest i private equity- og venturefonde - Internationale strømninger slår igennem til dansk ret*, 2009. (TfS 2009, 836)

### **ILPA – Internationale Standard kontrakter**

Institutional Limited Partners Association (IPLA), *Deal-by-deal Model limited partnership agreement*, 2020

Institutional Limited Partners Association (IPLA), *Whole of fund Model limited partnership agreement*, 2020

## **Juridiske vejledning – Skat.dk**

C.A.12.1 - Generelt om arbejdsmarkedsbidrag for lønmodtagere mv.

C.D.4.2 - Beskatning af kapitalfondspartnere mv. (carried interest)

C.F.4.3.1 - Generelt om lempelsesberegningerne

## **Internetsider**

Aktive Ejere, *Hvad er en kapitalfond?*, sidst lokaliseret maj 2023 på [Om Kapitalfonde | Aktive Ejere](#)

Cepos, *Hvad er marginalskat?*, 2023, sidst lokaliseret maj 2023 på: [Marginalskat \(cepos.dk\)](#)

Danske Bank, *Krig i Ukraine skaber usikkerhed på bolig- og aktiemarked*, lokaliseret maj 2023 på: [Krig i Ukraine skaber usikkerhed på bolig- og aktiemarked | Danske Bank](#)

Eisner Amper, *Using Waterfalls to Allocate an Investment's Distributable Proceeds: GP Catch-Ups with Examples*, 2023, lokaliseret maj 2023 på: [Waterfalls and GP Catch up \(eisneramper.com\)](#)

EQT Gruppen, *History*, sidst lokaliseret maj 2023 på: [History \(eqtgroup.com\)](#)

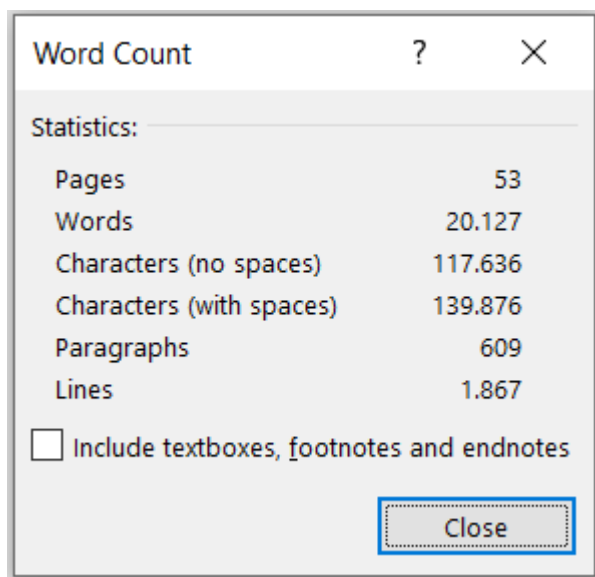
Finanstilsynets virksomhedsregister, sidst lokaliseret maj 2023 på: [Søg virksomheder \(finanstilsynet.dk\)](#)

Hemento, *Hvad er en kapitalfond? Vi gennemgår typer af Private Equity-fonde*, lokaliseret april 2023 på [Hvad er en kapitalfond? Få en gennemgang af Private Equity-fonde \(hemonto.com\)](#)

McKinsey, *Global Private Markets Review 2023*, sidst lokaliseret maj 2023 på: [McKinsey Global Private Markets Review 2023 | McKinsey](#)

Skatteministeriet, *Marginalskatteprocenter 1993-2023*, lokaliseret maj 2023 på: [Marginalskatteprocenter 1993-2023 | Skatteministeriet \(skm.dk\)](#)

## 9 - Bilag



Specialet indeholder 139.903 tegn med mellemrum – (Kapitel 1-7 - uden abstract, indholdsfortegnelse, forside, fodnoter, bilag og litteraturliste)