



Foto Shutterstock

# Skattemæssig kvalifikation af Depository Receipts

## 1. Baggrund

Skatteretten skuffer aldrig, hvad angår den konstante fremkomst af vanskelige juridiske problemstillinger og uafklarede spørgsmål. Dette medvirker i høj grad til at gøre disciplinen levende og interessant. Dette gælder i særdeleshed, når vi kombinerer finansiell innovation med skatterettens verden. Et sådant samspil er temaet for denne artikel, som tager fat på den skattemæssige kvalifikation af såkaldte Depository Receipts. Emnet er principielt, økonomisk vigtigt og uafklaret og berører samtidig samspillet mellem skatteret og civilret.

## 2. Depository receipts som fænomen

Siden 1927 (Selfridges) har der i USA eksisteret det finansielle fænomen, som går under betegnelsen Depository Receipts. Disse findes i hvert tilfælde i følgende varianter: American Depository Receipts (ADR), Global Depository Receipts (GDR), New York Shares og EURO Depository Receipts. ADR's giver adgang til en børs-

notering på ét marked, mens GDR's giver adgang til notering på flere markeder med ét samlet instrument.

En ADR/GDR er udtryk for et bevis for en ejerandel i et selskab, som ikke er beliggende i USA. En typisk definition lyder: "... a U.S. dollar denominated form of equity ownership in a non-U.S. company. It represents the foreign shares of the company held on deposit by a custodian bank in the company's home country and carries the corporate and economic rights of the foreign shares, subject to the terms specified on the ADR certificate."<sup>1</sup> Eller "... Depository Receipts are

Af Jakob Bundgaard, ph.d.,  
managing director / CORIT Advisory  
professor / Aalborg Universitet

#Skatter og afgifter  
#International ret #Skat, virksomheder, selskaber

Af  
AFSAGT

*negotiable certificates that represent a non-U.S. company's publicly traded equity or debt. Depositary Receipts are legal U.S. securities that trade freely on a major exchange or in the over-the-counter (OTC) market in U.S. dollars, pay dividends or interests in dollars, and settle, clear, and transfer according to standard U.S. practices. The Depositary Receipt evidences the home market security which trades in a foreign country and is custodied with a local bank, called the custodian ..."*<sup>2</sup>

Fokus i det følgende er på American Depositary Receipts (ADR). ADR'er udstedes ved, at de faktiske aktier (American Depositary Shares – ADS'er), som en ADR repræsenterer, opkøbes af en bank (Depositary Bank) og deponeres hos en custodian i samme land.<sup>3</sup> Samtidig hermed udsteder Depositary Bank Depositary Receipts, som gennem en mellemmand leveres til de enkelte investorer. ADR'er er optaget til handel på amerikanske handelspladser.

Fra en selskabsvinkel er formålet med disse instrumenter overvejende at stimulere investorinteressen for aktierne i et selskab beliggende uden for USA uden samtidig at skulle gennemgå den komplicerede proces faktisk at blive børsnoteret i USA. Samtidig benyttes ADR'er til at udvide aktionærkredsen, forøge likviditeten og selskabets synlighed.

Fra investorside er formålet at nedbringe omkostninger, at sikre afkast i US dollars (fjerne valutaeksponeringen), at muliggøre investeringer i udenlandske (ikke amerikanske) selskaber for visse investorer, som ellers er afskåret herfra, at sikre simplicitet samt at nedbringe risiko. Helt overordnet er fordelene ved ADR'er, at ikke amerikanske aktier så at sige "amerikaniseres" for at blive tilpasset det amerikanske marked. I amerikansk ret anses ADR'er for at udgøre U.S. Securities i henhold til 1933 Securities Act.

ADR'er prisen sættes og handles i US dollars og cleares gennem US settlement systemer. Med henblik på at tilbyde ADR'er i markedet må den amerikanske bank først selv erhverve aktier i et udenlandsk selskab og derefter udstede ADR'er til hjemlig handel i USA, enten via New York Stock Exchange (NYSE) eller Nasdaq eller over-the-counter (OTC).

ADR'er anvendes efterhånden i betydeligt omfang, og derfor har fænomenet tillige interesse fra såvel danske selskaber som investorer. ADR'er optræder således også i det praktiske retsliv i Danmark, idet navnlig life science-selskaber har set potentialet i ordningen. I lyset af denne udbredelse er skatteretlig stillingtagen tillige nødvendig. Dette er særligt tilfældet, hvor danske selskaber benytter sig af instrumentet (mere end 35 danske selskaber har sådanne programmer), eller hvor sådanne indgår i internationale koncernstrukturer, eksempelvis hvor der indgår et dansk holdingselskab i internationale koncernstrukturer, mellem US investorer og ADR-udstedende selskaber.

**3. Er en ADR-indehaver aktionær i selskabsretlig henseende**  
ADR'er repræsenterer ejerskab af de underliggende aktier i det ikke-amerikanske selskab, og de underliggende aktier holdes af depositaren i et depot på vegne af ADR-indehaverne. En ADR udgør dermed en slags "skyggebevis" af den underliggende aktie.<sup>4</sup> I en dansk kontekst vil de underliggende aktier være direkte ejet af depositaren, og denne (eller dennes nominee) vil derfor være registreret i selskabets ejerbog.<sup>5</sup>

Det er ikke helt entydigt i selskabsretlig henseende, hvorledes en ADR skal behandles, og hvem der kan udøve "aktionærrettigheder" til de underliggende aktier, herunder om depositaren er "aktionær", "nominee" eller "fuldmægtig" i et ADR-program.<sup>6</sup>

Retten til at udøve de forvaltningsmæssige og økonomiske rettigheder tilknyttet en aktie tilfalder den, der er "aktionær", jf. SL § 5, nr. 16. I lyset af depositarens registrering i det udstedende selskabs ejerbog, som "ejer" af aktierne, er det nødvendigt at fastslå, om depositaren faktisk er aktionær i det udstedende selskab, eller om denne i stedet er nominee eller fuldmægtig for de enkelte ADR-indehavere.<sup>7</sup> Selskabsloven har ikke reguleret dette spørgsmål.<sup>8</sup>

Forholdet kan belyses ved at kaste et blik på det selskabsretlige aktionærbegreb. Den selskabsretlige begrebsverden er ikke entydig på dette område. Et aktionærforhold indebærer en række forskellige beføjelser, som ikke nødvendigvis besiddes af samme person.

De samlede aktionærbeføjelser udgøres af *forvaltningsmæssige* (organisatoriske) og *økonomiske* aktionærrettigheder/beføjelser samt *dispositionsbeføjelser*. Sondringen mellem de forskellige beføjelser er ikke klar, idet der kan ligge en betydelig økonomisk værdi i de forvaltningsmæssige beføjelser, ligesom de økonomiske beføjelser har forvaltningsmæssige aspekter.

*Forvaltningsmæssige beføjelser* vedrører aktionærens indflydelse på forvaltningen (administrationen) af selskabet. Eftersom aktionærer grundlæggende kun udøver deres indflydelse via generalforsamlingen, angår forvaltningsbeføjelserne alle spørgsmål om, hvordan aktionærene kan anvende deres stemmeret på generalforsamlingsniveau i selskabet. En aktionærs forvaltningsmæssige beføjelser udgør retten til at møde på generalforsamlingen, taleretten på generalforsamlingen, retten til at afgive stemmer ved denne generalforsamling, retten til at møde ved fuldmægtig eller rådgiver, retten til at indkalde til ekstraordinær generalforsamling, retten til at få et bestemt emne med på generalforsamlingen, retten til

at anfægte en truffet generalforsamlingsbeslutning, retten til granskning, retten til opløsning af selskabet samt retten til søgsmål mod ledelsen på grund af erstatningsansvar.

Ved siden af de forvaltningsmæssige beføjelser er der til den enkelte aktie knyttet en række økonomiske beføjelser. En aktionærs økonomiske beføjelser kan defineres som retten til at eje eller modtage en efter aktierens størrelse forholdsmæssig del af selskabsformuen. Herefter omfatter de økonomiske rettigheder alle de måder, hvorpå selskabets midler kan udloddes, herunder retten til at modtage udbytte på en aktie, retten til at modtage provenu ved selskabets likvidation eller ved en kapitalnedsættelse, retten til at modtage fondsaktier ved en fondsemission samt den fortegningsret, der som udgangspunkt tilkommer samtlige aktionærer ved en kapitalforhøjelse.

Endelig kan nævnes adgangen til at disponere over selve aktien – *dispositionsbeføjelserne*. Disse beføjelser følger af selve ejendomsretten til aktien. Der er herved begrebsmæssigt ikke tale om udøvelse af en ret i selskabet. Udgangspunktet er i denne henseende, at aktionæren har ret til at sælge, pantsætte, overlade brugsretten til, indgå udbytteaftaler og stemmeretsaftaler vedrørende aktien.

Indholdet af det civilretlige aktionærbegreb fremkommer derved indirekte, idet en aktionær kan siges at være den, som udøver de rettigheder og pligter, som er knyttet til en eller flere aktier. Idet råderetten over ak-

tionærbeføjelserne som udgangspunkt ligger hos ejeren af aktierne, kan beskrivelsen forenkles. *Således er en aktionær den, der har ejendomsretten til en eller flere aktier.*<sup>9</sup> Imidlertid forholder det sig sådan, at det ikke altid er ejeren af en aktie, der kan udnytte en aktionærbeføjelse. Det er en vigtig erkendelse, at der ikke nødvendigvis er sammenfald mellem ejerskabet til en aktie og udøvelsen af en aktionærbeføjelse.<sup>10</sup>

Det synes at være almindeligt anerkendt, at aktionærbeføjelserne i en vis udstrækning kan splittes eller fordeles mellem flere rettighedshavere.<sup>11</sup> Det antages, at såvel selskabet som den enkelte aktionær kan splitte rettighederne. Hermed ophører aktionærpositionen ikke, men i stedet antages det, at der er sket afståelse af begrænsede rettigheder over aktien.<sup>12</sup>

Et aktieselskab kan dog ikke splitte de *forvaltningsmæssige beføjelser* fra aktierne. Et selskab kan for eksempel ikke oprette en særlig ret for en ikke-aktionær til at kræve sager behandlet på selskabets generalforsamling og kan heller ikke oprette en særlig ret for en ikke-aktionær til at stemme på generalforsamlingen.<sup>13</sup> Tilsvarende kan en aktionær som udgangspunkt ikke overlade en anden person sine forvaltningsmæssige beføjelser i selskabet uden at overdrage selve aktien.<sup>14</sup> Det nævnte udtrykker på det principielle plan en retssætning om aktiens enhed eller udelelighed.<sup>15</sup>

Dog kan stemmeretten adskilles fra ejendomsretten. Særlige omstændigheder kan således medføre, at den, der afgiver stemme på generalforsamlingen, ikke er identisk med den, der ejer den pågældende aktiepost. Midlertidig udøvelse af en andens stemmeret hjemles af fuldmagtsreglerne. Mere permanent adskillelse af aktieret og stemmeret accepteres, hvis denne er rimeligt begrundet.<sup>16</sup>

Tillige kan et aktieselskab i betydelig udstrækning gøre de *økonomiske beføjelser* til selvstændige rettigheder eller knytte dem til andre positioner end aktionærpositionen.<sup>17</sup>

I lyset af ovenstående må det være klart, at ADR-indehaverne ikke som sådan er ejere af de underliggende aktier. Derimod kan tilstedeværelsen af konkrete økonomiske og forvaltningsmæssige rettigheder hos ADR-indehavere medføre, at disse alligevel i selskabsretlig henseende må anses for at udgøre aktionærer.



Investorerne i et ADR-program bliver således ikke direkte aktionærer i det underliggende selskab, men kan udøve deres økonomiske og stemmemæssige rettigheder gennem en depotaftale indgået med depotbanken og selskabet. I visse tilfælde ses det, at de økonomiske aktionærbeføjelser udøves af Depositary, men at denne videreudlodder udbytter til ejeren af ADR'er med fradrag af omkostninger og eventuelle skatter. Depositary skal samtidig sørge for, at modtagne beløb veksles til USD. For så vidt angår stemmeretten gælder det, at udøvelsen af denne er dikteret af ADR-indehaveren.

På trods af en betydelig usikkerhed konkluderer Louise Celia Korpela & Lykke Smits i RR.2018.09, p. 37, at ADR-indehavere ikke er aktionærer i udstederselskabet, men at de kan tildeles (og ofte får tildelt) aktionærlignende rettigheder i depositaraftalen, såsom stemmeret og ret til udbytte. Derimod lægger forfatterne det til grund, at depositaren må anses for at være aktionær. Forfatterne tillægger det tilsyneladende afgørende betydning, at ADR-indehaverne teknisk set ikke er ejer af de underliggende aktier, men blot et depotbevis, der indirekte repræsenterer ejerskab til en vis andel eller et vist antal aktier i udsteder.

Hvordan disse forhold skal kvalificeres, er så vidt ses ikke endeligt afklaret, og synes at forudsætte en detaljeret konkret analyse af aftalegrundlaget i det enkelte ADR-program.

#### 4. Det skatteretlige aktionærbegreb

I skatteretlig henseende har det betydning i flere henseender at fastlægge, hvem der er aktionær i et selskab, herunder vedrørende udbytteudlodninger og ved afståelser af instrumenterne.

Lad os først undersøge, hvad der ligger i aktionærbegrebet på skatterettens område. I skatteretlig henseende findes der ikke nogen specifikt fastsat definition af en "selskabsdeltager" eller "aktionær", hvorfor dette må forstås med udgangspunkt i selskabsretten.

Med afsæt i TfS 1998, 397 H Kurt Hall Jørgensen, når man efter min opfattelse via rendyrket lovfortolkning på skatterettens område<sup>18</sup> en civilretskonform fortolkning, idet Højesteret lægger vægt på ejendomsrettens ophør, som udslagsgivende ved den skatteretlige vurdering. Et sådant udfald er baseret på den omstændighed, at det civilretlige ejendomsbegreb er lagt til grund ved vedtagelsen af aktieavancebeskatningsloven<sup>19</sup>. Dette udgangspunkt ændres ikke, blot fordi en aktionær har bibeholdt så vidtgående beføjelser i forbindelse med en overdragelse, at der ikke anses for at være etableret en ny aktionærposition. En overdragelse må dog som hovedregel medføre, at overdrageren uigenkaldeligt har fraskrevet sig rådigheden over aktierne, idet der ej heller foreligger en civilretlig overdragelse. I praksis ses dette blandt andet



ved stemmeforbehold, der fratager køberen den reelle indflydelse og rådighed over aktien. Dette forhold belyses i TfS 1989, 110 Ø Hans Ludvigsen. Sagen omhandlede en skatteyder, der inden ABL's ikrafttræden i 1981 ejede aktiemajoriteten i et selskab. Da ABL blev indført, medførte dette, at tab fremover kun kunne modregnes i anden tilsvarende gevinst (reglen er senere ændret). For ikke at miste muligheden for tabsfradrag overdrog skatteyderen først en del af sine aktier til sine mindreårige børn og siden den resterende del af aktierne til sin bror. Begge overdragelser fandt sted til en meget lav kurs. I forbindelse med overdragelsen forbeholdt skatteyderen sig uden tidsbegrænsning den fulde stemmeret over de overtagne aktier. Da aktierne ifølge selskabets vedtægter endvidere ikke kunne omsættes frit uden godkendelse fra den samlede bestyrelse, hvortil skatteyderen i kraft af sin stemmeret reelt havde hele indflydelsen, fandt landsretten, at overdragelsen var betinget på en sådan måde, at den ikke kunne tillægges skatteretlig betydning som en afhændelse. Landsrettens væsentligste begrundelse var således det tidsbegrænsede stemmeretsforbehold. Implicit anerkendes dog tidsbegrænsede stemmeretsforbehold. Der blev endvidere lagt vægt på skatteyderens reelle mulighed for at nedlægge veto mod alle

fremkomne forslag i selskabets bestyrelse, idet en sådan ret ikke fandtes for de øvrige bestyrelsesmedlemmer. Trods landsrettens noget kategoriske afvisning af, at der forelå en afståelse, kan det dog ikke heraf udledes, at ethvert tidsbegrænset stemmeretsforbehold automatisk vil medføre, at overdragelsen ikke anerkendes i skatteretlig henseende.<sup>20</sup>

Sælger havde også bibeholdt væsentlige beføjelser i TfS 1996, 66 Ø Flemming Johansen. I sagen blev der nægtet fradrag for skatteyderens aftægtsydelse til dennes fader. Baggrunden var, at sønnen havde erhvervet faderens aktier i to selskaber, og købesummen berigtigedes som en løbende ydelse. Til sikkerhed for købesummen blev aktieposten inklusive stemmeretten håndpantet hos faderen. Fradraget blev nægtet med henvisning til, at der ikke forelå en modydelse og dermed, at der ikke forelå en gensidigt bebyrdende aftale, idet der ikke forelå en reel overdragelse af de omhandlede aktier. Landskatteretten fandt fradragsbegrænsningen berettiget, idet retten ikke fandt, at der var tale om en reel afhændelse. Der blev herved henset til, at såvel aktierne som stemmeretten hertil ville forblive hos faderen indtil dennes død. Østre Landsret fastholdt resultatet, men begrundede dette med, at faderen havde bibeholdt så vidtgående beføjelser, at aftalen ikke kunne anses for at være en gensidigt bebyrdende aftale. Det afgørende i denne sag blev således en håndpantsetning kombineret med en stemmeretsoverdragelse. Det må også civilretligt antages, at en kombination af disse forhold i visse tilfælde kan medføre, at der ikke anses at foreligge en afståelse. Af denne årsag kan det ikke uden videre lægges til grund, at disse sager udtrykker en skatteretlig fravigelse fra civilretten.

Fastlæggelsen af, hvem der udgør den egentlige aktionær, må ske på baggrund af en samlet vurdering af, hvem de enkelte aktionærbeføjelser tilkommer.<sup>21</sup> En selskabsdeltagers rettigheder og pligter fremgår dels af selskabslovene, dels af selskabets vedtægter samt en eventuel ejerftale.<sup>22</sup>

#### 5. Skatteretlig kvalifikation af depositary receipts

Hidtil har der ikke været taget stilling til den skatteretlige bedømmelse af ADR'er i dansk ret.

Det grundlæggende spørgsmål er, hvorvidt en (A)DR anses for at udgøre en aktie i det udstedende selskab, og dermed om ADR-holder kan anses for at være aktionær og rette indkomstmottager til eventuelt udbytte fra de underliggende aktier.

Som en indledende bemærkning kan man ikke konkludere noget generelt herom, idet ADR-programmer varierer. Som så ofte før må

man således sige, at der skal foretages en konkret vurdering, og at denne er meget faktumspecifik.

I forhold til den skatteretlige kvalifikation af ADR'er synes der (mindst) at være følgende principielle udfaldsrum:

- Investoren anses for at være aktionær i det udstedende selskab, idet denne kan udøve de væsentligste aktionærbeføjelser, og idet aktierne blot er i depot hos depositarbanken på investorens vegne.
  - For udenlandske investorer må disse da anses som rette indkomstmottagere af eventuelt udbytte fra det danske udstedende selskab.
  - For danske investorer har det tillige betydning at vurdere, om der er tale om børsnoterede aktier (som fx kan føre til lagerbeskatning for selskabsinvestorer), idet de underliggende aktier måske ikke direkte er optaget til handel på en børs, men at dette er tilfældet for ADR'erne.
- Investoren anses ikke for at være aktionær i det udstedende selskab.
  - I dette tilfælde må det fastlægges, hvad investoren i givet fald så har investeret i? Er der tale om en form for finansiel kontrakt eller andet?
  - Hvis der er tale om udenlandske investorer, som gennem en US depositary har investeret i et dansk udstedende selskab, kan investoren da ikke anses for at være den rette indkomstmottager af udbytte udloddet af det udstedende danske selskab, og følgelig ikke være berettiget til udbytterefusion m.v.

Ligesom selskabsretten ikke synes ubetinget klar i forhold til kvalifikationen af ADR'er og udpegningen af en aktionær, er dette tilsvarende situationen på skatterettens område, hvor der endnu ikke findes nogen egentlig afklaring. Der har dannet sig en markedspraksis, hvorefter flere aktører i deres prospekter (med nødvendige forbehold) har lagt til grund, at en ADR-indehaver i det konkrete ADR-udbud skal anses som aktionær i det udstedende danske selskab.

Når emnet har fået yderligere aktualitet, skyldes dette også, at Skattestyrelsen for nylig har taget stilling til den skattemæssige behandling af ADR-programmer. Skattestyrelsen synes at være af den opfattelse, at det er depositarbanken, der skal anses for ejer af aktierne og for så vidt angår udbytter kan være begrænset skattepligtige til Danmark. Det konkluderes, at det er depositarbanken, der ejer aktierne, og at ADR-beviset efter Skattestyrelsens opfattelse ikke udgør en aftale om overdragelse af aktier, men derimod et depotbevis, der repræsenterer ejerskab til aktierne. Det udtales dog, at ADR-indehaverne alligevel kan blive anset for at være aktionærer i skattemæssig henseende med udgangspunkt i aftalegrundlaget i ADR-programmet, hvor de tildeles aktionærlignende rettigheder. I lyset heraf skal vurderingen af, om en ADR-indehaver kan

anses for at udgøre en aktionær, undergives en konkret vurdering af det enkelte ADR-program, hvor der primært lægges vægt på tildelingen af de forvaltningsmæssige rettigheder, herunder særligt stemmerettigheder.

Skattestyrelsen anfører endvidere, at i de tilfælde, hvor et ADR-program ikke repræsenterer én aktie, kan ADR-indehaveren kun anses for aktionær, hvis dennes antal af ADR-beviser repræsenterer én aktie og ikke kun en andel heraf.

På baggrund af disse generelle udsagn udtaler Skattestyrelsen, at det på trods af, at ADR-indehaveren ikke udgør en aktionær i skattemæssig henseende må antages at *udgangspunktet i forhold til dobbeltbeskatningsoverenskomsterne* er det modsatte, nemlig at ADR-indehaveren må anses for at være den retmæssige ejer af udbytte fra de underliggende aktier. Men også her tages det forbehold, at dette beror på en konkret vurdering af det enkelte ADR-program. Det udtales således, at hvis depositarbanken alene har overført de økonomiske rettigheder til ADR-indehaveren, er det ikke tilstrækkeligt til, at ADR-indehaveren skal anses for ejer af den underliggende danske aktie.

Herefter forklarer Skattestyrelsen, at hvis ADR-indehaveren har fraskrevet sig den reelle indflydelse og rådighed over de underliggende danske aktier, kan aktierne anses for skattemæssigt at være overdraget til indehaveren af ADR-beviset, som i givet fald skal anses for at være aktionær. I denne forbindelse fremhæves det som værende af betydning, om stemmeretten er overdraget mere end blot midlertidigt til indehaveren af ADR-beviset, og om ADR-indehaveren kan træffe bindende aftaler i tilfælde af uenighed med depositarbanken om bestemte anliggender. Hvis dette er tilfældet, peger dette i retning af, at ADR-indehaveren er aktionær.

Endelig fremhæves det også, at det er af væsentlig betydning, om ADR-indehaveren har de afgørende rettigheder i forbindelse med ændringer i det aktieudstedende selskab, som påvirker ADR-beviset (fx ændringer i selskabskapitalen og fortegningsret til nye aktier). Hvis ADR-indehaveren har tilsvarende rettigheder som aktionærerne, kan dette efter Skattestyrelsens opfattelse pege i retning af aktionærstatus.

Den praktiske betydning i forhold til Skattestyrelsens vurdering er, at ADR-indehaveren kan tilbagesøge evt. dansk udbytteskat, hvis denne anses som ejer af den underliggende aktie, mens dette ikke er tilfældet, hvis ADR-indehaveren ikke anses som ejer af den underliggende aktie. Det anføres, at depositarbanken vil kunne få nedsættelse i henhold til en konkret DBO med den stat, hvor ADR-indehaveren er hjemmehørende, hvis sidstnævnte anses for at være retmæssig ejer til udbyttet. Som et alternativ angives, at depositarbanken kan tilbagesøge udbytteskatten, jf. SEL § 2, stk. 8.

Konkret har Skattestyrelsen vurderet otte kendte ADR-programmer og konkluderer, at af disse skal depositarbanken anses for at være aktionær i syv tilfælde (Carlsberg, Chr. Hansen, Danske Bank, FLSmidth, H. Lundbeck, Novozymes og Pandora), mens ADS-indehaveren blev anset for aktionær i ét tilfælde (Novo Nordisk).

Den ovenfor omhandlede vurdering fra Skattestyrelsen er så vidt ses den første generelle stillingtagen til ADR'er i dansk ret. Dette er naturligvis kærkomment, men vurderingen er på trods heraf ikke bindende for skatteydere eller domstole, men viser alene, hvorledes Styrelsen vil behandle konkrete ADR-programmer, herunder i forhold til anmodninger om udbytterefusion.

Hertil kommer, at analysen kunne tillige forbedres på en række punkter og savner grundigere overvejelser om, hvad der må være udslagsgivende ved vurderingen af, hvem der anses for aktionær, ud over den blotte tilkendegivelse af en holdning.

Som udgangspunkt synes Skattestyrelsens vurdering at hvile på en forudsætning om, at der skal foretages en selvstændig skatteretlig vurdering af, hvem der er aktionær, uden at der inddrages overvejelser om den selskabsretlige behandling. Som påpeget ovenfor synes det mere korrekt at antage, at skatteretten som udgangspunkt opererer med et civilretligt aktionærbegreb og herunder tillige med et civilretligt ejendomsretskriterium.

Dernæst tillægger Skattestyrelsen det tilsyneladende afgørende betydning, hvem stemmeretten tilfalder. Hvorfra denne særstatus for de forvaltningsmæssige rettigheder stammer, er ikke klar.

En behandling som aktionær kan næppe komme på tale, hvis investoren både savner stemmeret og tillige besidder begrænsede økonomiske rettigheder. Dette synes at kunne udledes af SKM.2019.453.SR, om end sagens faktum væsentligt adskiller sig fra ADR-programmerne. I sagen blev det blandt andet vurderet (spm. 1.), hvem der er rette indkomstmottager til afkast på aktier, som formelt var ejet gennem en hollandsk Stichting, men hvor konkrete medarbejdere i ”koncernen” dels havde betalt for de underliggende aktier, som var i



Stichtingens besiddelse, dels havde ret til de væsentligste økonomiske rettigheder gennem deres besiddelse af såkaldte Depositary Receipts udstedt af Stichtingen. Det blev *tillagt afgørende betydning, at medarbejderne ikke havde stemmeret på de underliggende aktier, eller i Stichtingen, og tillige i en vis udstrækning* (efter Skattestyrelsens opfattelse) *var begrænset fra råden over de økonomiske beføjelser på aktierne*. Dermed var medarbejderne ikke aktionærer eller rette indkomstmottagere. Skattestyrelsen og Skatterådet foretager en konkret vurdering med udgangspunkt i en samlet vurdering af medarbejdernes råden over aktierne.

Skattestyrelsen og Skatterådet har derimod vurderet, at investorerne er aktionærer i den situation, hvor der alene er tale om en depositar, agent eller lignende på vegne af de egentlige investorer. En sådan situation forekommer blandt andet med den svenske Euroclear og i UK med den ordning, der var til pådømmelse i SKM.2019.620.SR. I denne sag fandtes bagvedliggende investorer gennem en særlig digital platform at være de egentlige ejere af aktierne, som dermed kunne anvende investorfradragsloven. Skattestyrelsen og Skatterådet tillagde det afgørende vægt:

- At investorerne vil blive ejere af kapitalandelene, uanset at det vil være F1-Finans, der via platformen faciliterer kommunikationen mellem målselskaberne og investorerne.
- At F1-Finans' rådighed over kapitalandelen vil ske på vegne af investorerne.
- At der vil være en tydelig identifikation af, hvilke aktiver der rådes over på vegne af investorerne.
- At alle udbytteudlodninger samt salgsprovenu ved salg af kapitalandele skal tilgå investorerne, der således vil bære den fulde økonomiske risiko og gevinst af kapitalandelene.
- At kapitalandelene i tilfælde af F1-Finans Nominee Limiteds konkurs ikke vil indgå i konkursmassen, idet kapitalandelene vil skulle anses for at være ejet af investorerne.
- At investorerne har mulighed for personligt at møde på generalforsamling eller alternativt at give fuldmagt til hovedinvestoren, og investorerne vil have mulighed for at udøve deres forvaltningsmæssige beføjelser direkte over for selskabet.

Efter Skattestyrelsens opfattelse måtte investorerne herefter anses for at blive ejere af kapitalandelene i de selskaber, der investeres i, og efter Skattestyrelsens opfattelse er der derfor tale om en direkte erhvervelse af kapitalandele, der vil være omfattet af investorfradragsloven. Det gjaldt, uanset at kapitalandelene erhverves gennem en ”nominee” (F1-Finans), og uanset at det vil være F1-Finans og ikke de enkelte investorer, der vil blive registreret som (legal) ejer i målselskabets ejerbog.

## 5. Sammenfatning

Denne fremstilling har vist, at der i forbindelse med anvendelsen af ADR'er og andre depository receipts fortsat består en opgave i at få kvalificeret disse instrumenter og den konkrete retsstilling for investorer og udstedende selskaber i selskabsretlig og ikke mindst i skatteretlig henseende.

Det er ikke muligt at konkludere håndfast herom, om end det kan siges, at kvalifikationen beror på en konkret vurdering af det eksisterende aftalegrundlag. Vurderingen må ske med udgangspunkt i de forskellige aktionærbeføjelser, og hvem der faktisk besidder og kan udøve disse over aktierne i det udstedende selskab. Den skatteretlige vurdering må ske i tæt forbindelse med den selskabsretlige kvalifikation, idet der består en tæt kobling mellem det skatteretlige og det civilretlige aktionærbegreb. Baseret på dette kan vurderingen føre til statueringen af aktionærstatus hos ADR-indehaveren eller hos depositarbanken, alt afhængigt af den konkrete placering af aktionærrettigheder. En ikke vejledende vurdering fra Skattestyrelsen peger i samme retning, om end man her antager, at selve det formelle ejerskab til aktierne i depositarbanken som klart udgangspunkt peger på denne som aktionær i skatteretlig henseende.

Det er min klare fornemmelse, at vi ikke har hørt det sidste til denne problemstilling. Problemstillingen bliver endda endnu mere kompliceret i de praktisk forekommende situationer, hvor der er tale om konvertible låneinstrumenter med konverteringsret til ADS'er.



## Noter

- 1 Jf. eksempelvis JP Morgans hjemmeside herom: www.adr.com og den tilsvarende hos Bank of New York: www.adrbny.com.
- 2 Jf. The Global Equity Investment Guide – The Case for Investing in Depository Receipts, Bank of New York, 2003, s. 5.
- 3 En custodian er en agent, der opbevarer værdipapirer for sine kunder og modtager udbytter og renter. I relation til Depository Receipts besidder custodian de underliggende aktier.
- 4 Jf. Louise Celia Korpela & Lykke Smits i RR.2018.09, p. 30.
- 5 Jf. Louise Celia Korpela & Lykke Smits i RR.2018.09, p. 30.
- 6 Jf. Louise Celia Korpela & Lykke Smits i RR.2018.09, p. 30 ff.
- 7 Jf. Louise Celia Korpela & Lykke Smits i RR.2018.09, p. 37.
- 8 Jf. Louise Celia Korpela & Lykke Smits i RR.2018.09, p. 37.
- 9 En sådan forståelse af aktionærbegrebet adskiller sig fra den forståelse, som Hugo P. Martre lægger til grund i NTS 2001, s. 396. Denne forfatter har således argumenteret for, at selskabslovgivningens særskilte regulering af de forskellige aktionærbeføjelser må indebære, at aktionærbegrebet i civilretlig henseende antager en funktionel karakter. Principielt kan det siges, at vilkårene for at kunne udøve aktionærbeføjelserne må kunne fastlægges på grundlag af reguleringen af det aktuelle spørgsmål. Aktionærbegrebet kan herved siges at have et forskelligt indhold i forskellige relationer.
- 10 Jf. NTS 2001, s. 395 ff.
- 11 Jf. Hugo P. Martre i NTS 2001, s. 400, og Magnus Aarbakke i TFR 1993, s. 59 ff [s. 63 ff]. Eksempelvis kan stemmeret og andre rettigheder på generalforsamlingen udskilles, men dog kun i form af en fuldmagt, som til enhver tid kan tilbagekaldes, jf. ASL § 66.
- 12 Jf. Bent Ramskov: Intern selskabsomstrukturering, 2001, s. 108.
- 13 Jf. Magnus Aarbakke i TFR 1993, s. 65.
- 14 Jf. Magnus Aarbakke i TFR 1993, s. 67.
- 15 Jf. Erik Werlauff: Generalforsamling og beslutning, 1983, s. 369. Se om princippet i svensk ret Jesper Prytz & Mart Tamm: Tilsnitt utan aktieteckning, 1995, s. 156 ff.
- 16 Jf. den detaljerede analyse hos Erik Werlauff: Generalforsamling og beslutning, 1983, s. 368 ff.
- 17 Jf. Magnus Aarbakke i TFR 1993, s. 66.
- 18 Se også Jacob Graff Nielsen: Legalitetskravet ved beskatning, 2003, s. 326.
- 19 Jf. bemærkningerne til § 2, nr. 6-8, i lov om særlig indkomstskat (lov nr. 256 af 11.6.1960) i FT 1959-60, tillæg A, spalte 1069 ff. Disse bestemmelser videreførtes af § 1, stk. 2 og 3, i aktieavancebeskatningsloven, jf. FT 1980-81, tillæg A, spalte 3323 ff.
- 20 Jf. Flemming Heden Knudsen op.cit.
- 21 Jf. herom Hugo P. Matre i NTS 2001, s. 395, hvor det i note 2 anføres, at forfatterens betragtninger trods udgangspunktet i norsk ret tillige har betydning for retstilstanden i de øvrige nordiske lande, herunder Danmark. Se tilsvarende Magnus Aarbakke i TFR 1993, s. 59 ff.
- 22 Jf. Bent Ramskov: Intern selskabsomstrukturering, 2001, s. 75.

# Sikker rådgivning med Karnov Skat & Regnskab

Adgang til netop dét, du skal bruge indenfor

Skat

Moms & Afgifter

Revision & Regnskab

- ✓ Love inkl. Karnovs noter
- ✓ Domme og afgørelser
- ✓ Forarbejder
- ✓ Faglige artikler
- ✓ Manualer og vejledninger

## 🕒 Spar tid

Brug temaoverblikket og find hurtigt netop dét, du skal bruge inden for dit område.

## 🔍 Forstå loven

Med kommentarer, henvisninger og ekspertartikler i ryggen får du hurtigt indsigt og perspektiv.

## 💡 Undgå fejl

Find tidligere, nuværende og fremtidigt lovindhold – så du er opdateret og minimerer fejl.

Læs mere på [karnovgroup.dk/ksr](https://karnovgroup.dk/ksr)

eller ring til os på 33 74 07 00.

Træf bedre beslutninger.  
Hurtigere.

KARNOV  
GROUP