



Beskæftigelsesministeriet
Ved Stranden 8
1061 København K

19. oktober 2018

TDC-investeringen – rammer for samarbejde og skattebetaling i konsortiet

Baggrund

DR og Politiken har sammen med 17 andre europæiske medier arbejdet med at afdække formodet svindel med udbytteskat på tværs af store dele af Europa. Journalister på blandt andre Le Monde, Reuters, Die Zeit og ARD har sammen med medier i 12 europæiske lande arbejdet sammen i mere end et år om disse sager.

Ifølge mediernes research og vurderinger fra eksperter formodes svindlen alene i Tyskland, Danmark, Belgien, Frankrig og Italien at have kostet statskasserne 410 milliarder kroner – og er ifølge undersøgelserne udført af et netværk af internationale finansfolk og involverer en række af verdens allerstørste banker.

Oplysningerne stammer, ifølge medierne, fra nøglepersoner i og omkring bankerne samt fra omkring 180.000 siders lækket efterforskningsmateriale fra tysk politi.

DR og Politiken har også en dansk vinkel, idet de har udvist interesse for australske Macquarie Bank, der er ejet af Macquarie Group, som ligeledes driver kapitalforvalteren MIRA (Macquarie Infrastructure and Real Assets). MIRA forvalter penge for globale institutionelle investorer i en række investeringsfonde, der indgår i det konsortium, som købte TDC tidligere på året, og som, udover MIRA, består af ATP, PFA og PKA. På grund af dette investeringsfællesskab med MIRA bringes ATP og resten af konsortiet ind i dækning af sagerne om udbytteskat. ATP har besvaret spørgsmål om vores syn på svindlen, og hvad det betyder for samarbejdet med MIRA. Dette indgår i artikler og indslag, der forventes bragt over de næste dage.

Nedenfor redegøres kortfattet for TDC-investeringens struktur og rammer samt ATP's position i forhold til skatteindbetalinger af ATP's løbende investeringer.

Ejerstrukturen og visionen for TDC-investeringen

Konsortiet består af PFA, PKA og ATP (der tilsammen kontrollerer halvdelen af TDC) samt MIRA, der som kapitalforvalter investerer og forvalter penge for andre globale investorer.

TDC udgør en langsigtet, stabil infrastrukturinvestering, og det er konsortiets intention, at strategien for TDC skal understøtte innovation i den danske telesektor og øge konkurrencen, herunder også øge kvaliteten, udvidelsen og hastigheden af alle telenetværk på tværs af hele Danmark. Dette sker i dialog med alle relevante interessenter og forventes at resultere i en væsentlig opgradering af både mobil og bredbåndsdækningen i Danmark.

MIRA divisionen er en del af Macquarie Asset Management Group, kapitalforvaltningsdelen i Macquarie Group, en diversificeret finanskoncern, der tilbyder sine kunder kapitalforvaltnings-, bank-, rådgivnings- samt risiko- og kapitalløsninger inden for gæld, aktier og råvarer. Macquarie Group blev stiftet i 1969 og beskæftiger flere end 13.900 ansatte i flere end 27 lande. Nærmere oplysninger om MIRA fremgår af bilag 1.

Konsortiets rammer for TDC-investeringen og ATP's skattepolitik

Som investor har ATP – og vil fortsat have – stort fokus på at sikre, at alle skattebetalinger foregår helt i tråd med danske skatteregler. Dette fokus har i relation til TDC-investeringen udmøntet sig i en aftale, hvor konsortiet sikrer, at alle ejerne betaler den skat, de er forpligtet til.

Aftalen betyder:

- At der betales skat i Danmark. Dette ved at kildeskatten tilbageholdes af det udbetalende danske holdingselskab, der afregner med SKAT.
- At der skal være flertal i konsortiet for vedtagelse af udbyttebetalinger, hvilket de facto betyder, at der ikke kan udtages udbytte uden at de danske konsortiemedlemmer er indforståede.
- At der først derefter kan udbetales udbytter og renter – som skal beskattes i Danmark.
- At hvis ikke-danske aktionærer ønsker at gøre brug af direktiver eller dobbeltbeskatningsoverenskomster, så kræver det en forhåndsgodkendelse fra SKAT.

Ansvarlighed i investeringer er et centralt anliggende for ATP's investeringer, og ATP arbejder målrettet hermed i overensstemmelse med bestyrelsens politikker, herunder ATP's skattepolitik på det unoterede investeringsområde. ATP har fokus på, at aggressiv skatteplanlægning er en investeringsrisiko, herunder omdømmerisiko, og ATP tager afstand fra og søger at undgå at medvirke til aggressiv skatteplanlægning. ATP søger at afdække, hvilken rolle, hvis nogen, MIRA har spillet i forhold til Macquarie Bank og den formodede svindel, som banken efter påstandene har spillet en rolle i.

Med hensyn til ATP's investering i TDC sammen med MIRA, har ATP som anført ovenfor sikret sig, at den lever op til ATP's skattepolitik. Der er tale om en langsigtet investering, og intentionen har fra alle investorenes side været, at konsortiet bibeholdes i en længere årrække.

Christian Hyldahl

Kasper Ahrndt Lorenzen

Bilag 1 – MIRA

MIRA er verdens største investor inden for infrastruktur – og foruden infrastruktur omfattende ejendomme, landbrug og energi. MIRA forvaltede pr. 30. september 2017 aktiver for EUR 94 milliarder investeret i 137 porteføljevirkksomheder, cirka 300 ejendomme og 4,5 millioner hektar landbrugsjord. MIRA forvalter 50 fonde over hele verden med fokus på investeringsmuligheder indenfor forsyning, transport, kommunikationsinfrastruktur og vedvarende energi i hele Europa.

MIRA har omfattende erfaring med succesfuld forvaltning af kritisk kommunikationsinfrastruktur over længere perioder på markeder i Europa, Asien og Nordamerika. MIRA's nuværende investeringer under forvaltning omfatter bl.a. Arqiva, Towercom og Taiwan Broadband Communications. MIRA har således været investor og er aktiv ejer i væsentlig telekommunikations-infrastruktur siden begyndelsen af nullerne med omfattende investeringer i distributionsinfrastruktur, sikre mobilnetværk anvendt af redningstjenester, betalings-tv, fiber og kabelbredbåndsnværk og mobilsendemaster.

Beskæftigelsesministeriet
Ved Stranden 8
1061 København K

FORTROLIGT

25. oktober 2018

TDC-investeringen – svar på uddybende spørgsmål

Baggrund

I forlængelse af Beskæftigelsesministeriets henvendelse og ATP's svar til ministeriet af 19. oktober har ministeriet anmodet om svar på følgende uddybende spørgsmål:

1. Hvordan undersøgte ATP Macquarie forud for indgåelse af aftalen? Vurderer ATP, at de forudgående undersøgelser var tilstrækkelige?
2. Har ATP forholdt sig til, om der siden aftalens indgåelse har været behov for at revidere aftalen – altså indeholder aftalen fortsat de nødvendige værn mod skatteunddragelse?
3. Hvordan sikrer ATP helt konkret, at aftalen om skattebetaling indgået med MIRA løbende overholdes?
4. Hvad er konsekvensen, hvis konsortiet konstaterer, at MIRA ikke har overholdt aftalen eller dele heraf? Hvilke handlemuligheder har konsortiet i den forbindelse sikret sig?
5. Hvilke muligheder har ATP for at stoppe samarbejdet, og hvilke konsekvenser vil det have for ATP's investeringer?
6. Kan samarbejdet med Macquarie forenes med ATP's egne *retningslinjer for social ansvarlighed* i investeringer og *politik for aktivt ejerskab*, som skal bidrage til den rette balance mellem fokus på social ansvarlighed og fokus på at skabe det bedst mulige afkast til danskerne?
7. Hvad er rækkevidden af den udtalelse, som ATP på vegne af konsortiet har fremsat efter de nye oplysninger om Macquarie? ATP har på vegne af konsortiet udtalt til DR: "De oplysninger, som DR's dokumentar har bragt, er nye for os. De gør indtryk og indgår i vores samlede billede af Macquarie som fremtidig investeringspartner".
8. Har ATP andre samarbejder med Macquarie eller andre involveret i den sag om udbytteskat, der p.t. oprulles i pressen?

ATP's svar

Ad 1 Hvordan undersøgte ATP Macquarie forud for indgåelse af aftalen? Vurderer ATP, at de forudgående undersøgelser var tilstrækkelige?

ATP har i forbindelse med TDC-investeringen gennemført en omfattende systematisk gennemgang og undersøgelse af væsentlige forhold relateret til investeringsmuligheden (due diligence), herunder vurdereret investeringens parametre, særligt forventet afkast og risici forbundet hermed.

Et af de forhold, som vi tillige forholdt os kritisk til i vores due diligence, var de samarbejdsrelationer, som vi ville indgå med de danske pensionskasser PFA og PKA samt infrastrukturkapitalforvalteren Macquarie Infrastructure and Real Assets ("MIRA"). ATP's kendskab til den verserende skattesag i Københavns Lufthavne A/S om Macquarie medførte, at vi tidligt i processen havde stort fokus på den skattemæssige strukturering af TDC-investeringen.

På den baggrund var der enighed i konsortiet om at etablere en struktur i Danmark, hvor de danske investorer sikrede, at en tilsvarende skattesag ikke kunne gentage sig i TDC-investeringen. ATP havde drøftelser med vores skatterådgivere, hvor investeringsstrukturen blev gennemgået. Der er enighed mellem de fire investorer i TDC om, at alle ejerne skal betale den skat, de er forpligtet til i Danmark,

herunder at hvis en investor ønsker at gøre brug af direktiver eller dobbeltbeskatningsoverenskomster til nedsættelse af kildeskat på nogen form for udlodninger m.v., så kræves dokumentation fra SKAT for berettigelsen af udlodning uden indeholdelse af fuld kildeskat.

En sådan aftale – særligt hvor dokumentation fra skattemyndighederne for berettigelsen kræves, før udenlandske investorer kan gøre brug af direktiver eller dobbeltbeskatningsoverenskomster til nedsættelse af kildeskatten – er efter vores vurdering mere restriktivt for udenlandske investorer end sædvanligt i denne type af internationale investeringssamarbejder. ATP ikke er bekendt med lignende tilfælde.

MIRA er infrastrukturkapitalforvalter-armen af Macquarie Group, organiseret som en selvstændig enhed under deres asset management-afdeling. MIRA's forretningsmodel er kort fortalt, gennem fonde at rejse kapital hos institutionelle investorer, som fx pensionskasser, og livsforsikringsselskaber (det er således ikke Macquarie selv, der har købt 50% af TDC). MIRA investerer midlerne i forskellige aktiver, herunder infrastrukturaktiver som fx TDC, mod at modtage en fast betaling for kapitalforvaltning samt en incitamentsbaseret betaling med henblik på at have sammenfaldende interesser med investorerne i fonden.

ATP har ikke givet et fondstilsagn til fonde, forvaltet af MIRA eller Macquarie. ATP har investeret i TDC A/S sammen med en gruppe institutionelle investorer, hvoraf en af disse er DKTUK Limited ("MIRACo")¹.

Da ATP's investering i TDC som nævnt ikke er foretaget i en Macquarie- eller MIRA-forvaltet fond, har vi i vores due diligence haft et særligt fokus på MIRA's evne til at føre den ambitiøse strategi om at forbedre TDC's langsigtede konkurrenceevne gennem et fornyet fokus på udrulning af en fremtidssikker fiberinfrastruktur samt opsplitting af forretningen i et NetCo og OpCo ud i livet. MIRA er en af verdens største infrastrukturinvestorer med mere end 20 års erfaring, med efter det oplyste 137 aktive investeringer og forvalter af investeringer for mere end 700 milliarder kroner. Vi har i vores due diligence vurderet, at MIRA på baggrund af deres store erfaring med infrastrukturinvesteringer, ville have et godt udgangspunkt for at kunne lykkes med den ambitiøse strategi for TDC – sammen med de danske investorer.

ATP's due diligence af MIRA som medinvestor har været gennemført i overensstemmelse med vores forretningsgange og sædvanlige praksis. Sammen med det ekstraordinære fokus på at sikre, at der ikke bliver udbetalt afkast fra TDC til MIRACo, uden at afkastet bliver korrekt beskattet, vurderer vi at vores due diligence af TDC-investeringen og de øvrige investorer heri har været tilstrækkelig. ATP vurderer løbende, hvorvidt vores forretningsgange og praksis er tilstrækkelige, herunder i forhold til en vurdering af fremtidige medinvestorer og handelsmodparter.

ATP har ikke foretaget en egentlig due diligence af andre dele af Macquarie Group, da vi har vurderet, at det vil være for omfangsrigt at foretage detaljeret due diligence af store finanskoncerner. Ved samarbejde med finansielle institutioner tillægger vi det betydelig vægt, at disse er reguleret og kontrolleret af lokale tilsynsmyndigheder, ligesom der med samarbejdspartnere altid vil være et element af gensidig tillid.

Ad 2 Har ATP forholdt sig til, om der siden aftalens indgåelse har været behov for at revidere aftalen – altså indeholder aftalen fortsat de nødvendige værn mod skatteunddragelse?

Det er ATP's vurdering, at aftalen mellem investorerne i konsortiet fortsat indeholder de nødvendige og tilstrækkelige værn mod skatteunddragelse i Danmark.

Ad 3 Hvordan sikrer ATP helt konkret, at aftalen om skattebetaling indgået med MIRA løbende overholdes?

¹ MIRACo er et engelsk selskab forvaltet af Macquarie Infrastructure & Real Assets (Europe) Limited ("MIRA"). MIRACo er efter det oplyste primært ejet af kapitalfonden Macquarie European Infrastructure Fund 5, som også er forvaltet af MIRA. MIRA udgør en del af Macquarie Group.

Der er enighed mellem de fire investorer i TDC om, at udlodning af udbytte, betaling af renter eller andre udlodninger til en investor, herunder MIRACo, uden indeholdelse af kildeskat kræver dokumentation fra de danske skattemyndigheder for, at investoren er fritaget fra indeholdelse af kildeskat i Danmark i henhold til danske skatteregler. I tillæg hertil er der i aftalegrundlaget indsat en indeståelse fra hver investor, herunder MIRACo, som sikrer, at hvis en investor ved en fejl måtte modtage udbytte eller renter uden korrekt indeholdelse af kildeskat, er den relevante investor forpligtet til at friholde det fælles holdingselskab, så holdingselskabet kan betale skatten og eventuelle omkostninger for den pågældende investors regning.

Det er således de danske skattemyndigheder, som skal afgøre, hvorvidt MIRACo er berettiget til hel eller delvis refusion af den indeholdte kildeskat.

De danske pensionskasser har sikret sig, at der ikke kan udbetales udbytte, uden at den retmæssige skat samtidigt betales, idet udbetalinger fra det fælles holdingselskab kræver godkendelse fra repræsentanterne for de danske pensionskasser. Forud for en udbytteudlodning kan gennemføres kræves der desuden en godkendelse fra aktionærene, som kræver de danske pensionskassers positive medvirken.

Ad 4 Hvad er konsekvensen, hvis konsortiet konstaterer, at MIRA ikke har overholdt aftalen eller dele heraf? Hvilke handlemuligheder har konsortiet i den forbindelse sikret sig?

Aftalen er udformet således, at MIRA ikke har nogen selvstændig adgang til at instruere TDC eller holdingselskabet om udbetaling af renter eller udbytter til investorerne. Dette er et anliggende, som kræver de danske investorers positive medvirken. Det er således ATP's vurdering, at aftalens udformning gør, at det ikke er muligt for MIRA at agere i strid med bestemmelser om betaling af dansk kildeskat. Selv hvis det måtte ske, indeholder aftalerne med MIRACo klare forpligtelser til skadesløsholdelse, så skatter og omkostninger kan betales.

Ad 5 Hvilke muligheder har ATP for at stoppe samarbejdet, og hvilke konsekvenser vil det have for ATP's investeringer?

ATP kan vælge at stoppe for fremtidige investeringer med Macquarie og relaterede enheder, hvilket også indtil videre er gjort.

Et salg af vores ejerandel af TDC, evt. til MIRA, vurderer vi dog, på ingen måde er hensigtsmæssig, da det kan medføre yderligere usikkerhed om TDC, da de danske pensionskasser i så fald ikke længere vil kunne kontrollere væsentlige beslutninger i TDC, ligesom det vil åbne for, at dansk kerne-infrastruktur falder på udenlandske hænder. Vi vurderer ligeledes, at det vil være i konflikt med ATP's medlemmers interesse at sælge vores andel af TDC i forhold til at sikre højeste mulige pensioner.

Ad 6 Kan samarbejdet med Macquarie forenes med ATP's egne retningslinjer for social ansvarlighed i investeringer og politik for aktivt ejerskab, som skal bidrage til den rette balance mellem fokus på social ansvarlighed og fokus på at skabe det bedst mulige afkast til danskerne?

ATP's relation til MIRA i forbindelse med investeringen i TDC er ikke i konflikt med hverken ATP's politik for samfundsansvar eller ATP's politik for aktivt ejerskab. ATP's politik for samfundsansvar i investeringer vedrører alene ATP's investeringer – ikke ATP's medinvestorer. ATP's politik for aktivt ejerskab vedrører alene ATP's investeringer i børsnoterede aktier.

ATP's investering i TDC er ligeledes i overensstemmelse med ATP's skattepolitik for noterede investeringer, idet denne politik har til hensigt at sikre, at medlemmernes penge ikke forvaltes via aggressive skattestrukturer, og derfor retter sig mod kapitalforvaltere, som forvalter ATP's midler og holdingstrukturerne for de selskaber, som vi investerer i. Med referencen i skattepolitikken til "samarbejdspartnere" menes kapitalforvaltere – ikke medinvestorer eller handelsmodparter. Som nævnt ovenfor er vi med vores krav til skattestrukturering i den konkrete investering gået endnu videre, netop på baggrund af vores due diligence af MIRA.

Uanset ovenstående evaluerer ATP løbende medinvestorer i direkte investeringer samt handelsmodparter. ATP har ikke noget generelt samarbejde med Macquarie eller andre dele af Macquarie udover medinvesteringen i TDC, og de nye oplysninger om Macquarie indebærer, at ATP ikke forventer at investere sammen med MIRA eller andre dele af Macquarie, før ATP er betrygget i at en tilsvarende situation ikke kan opstå. I relation til den allerede foretagne investering i TDC vil ATP søge at beskytte investeringen bedst muligt i lyset af de nye oplysninger af hensyn til investeringen og ATP's ansvar overfor sine medlemmer.

Ad 7 Hvad er rækkevidden af den udtalelse, som ATP på vegne af konsortiet har fremsat efter de nye oplysninger om Macquarie? ATP har på vegne af konsortiet udtalt til DR: "De oplysninger, som DR's dokumentar har bragt, er nye for os. De gør indtryk og indgår i vores samlede billede af Macquarie som fremtidig investeringspartner".

Det betyder, at de nye oplysninger, der er kommet frem i sagen, indebærer, at vi indleder et såkaldt "engagement" med Macquarie, som indledningsvist består af en kritisk dialog og analyse af fakta. Såfremt det bekræftes, at der har været en alvorlig uønsket forretningsadfærd, vil vi stille krav til en tilfredsstillende "self-cleaning" proces, før nye samarbejder kan påbegyndes.

En sådan "self-cleaning" proces vil bl.a. bestå i dokumentation for, at virksomheden har ydet en evt. pålagt erstatning, at der er redegjort for og aktivt medvirket til at samarbejde med myndighederne, og at der er truffet passende og betryggende foranstaltninger med henblik på at forebygge yderligere overtrædelser.

Ad 8 Har ATP andre samarbejder med Macquarie eller andre involveret i den sag om udbytteskat, der p.t. oprulles i pressen?

ATP er en betydelig global investor og er derved en naturlig del af en vidtforgrenet og kompleks finansiel infrastruktur, hvor internationale banker spiller en central rolle. For så vidt angår Macquarie har ATP ikke andre samarbejder end ATP's investering i TDC sammen med MIRA.

DR peger i artiklen "Sådan er storbanker involveret i formodet bedrageri", offentliggjort den 18. oktober 2018 på i alt 12 internationale banker, der optræder i cum-ex dokumenterne. Hovedparten af disse 12 omtalte internationale banker har ATP løbende forskellige investeringsmæssige relationer med. Det drejer sig aktuelt om følgende: Merrill Lynch, Barclays, Commerzbank, BNP Paribas, Morgan Stanley, JP Morgan, Credit Suisse og Deutsche Bank.

Vi vil også iværksætte en kritisk dialog med disse andre banker, prioriteret efter såvel omfanget af vores samarbejde som den formodede involvering i udbytteskattesagen. Vi følger derfor fortsat sagen tæt og evaluerer løbende behovet for at iværksætte yderligere målrettede tiltag.

ATP står naturligvis til rådighed for eventuelt yderligere spørgsmål.

Beskæftigelsesministeriet
Ved Stranden 8
1061 København K

13. november 2018

Opfølgende notat om status på ATP's relation til Macquarie

Resumé

Som aftalt vedlægges hermed en præcisering af status på ATP's relation med Macquarie. Dette er i forlængelse af notatet "TDC-investeringen – rammer for samarbejde og skattebetaling i konsortiet"

ATP har indledt en kritisk dialog med Macquarie, og ATP foretager ikke nye forretninger med Macquarie, før denne kritiske dialog og "self-cleaning" proces er afsluttet tilfredsstillende. Det kommer til at tage tid at afdække alle detaljer, og denne proces kan ikke afsluttes foreløbig som følge af Macquaries verserende sag i Tyskland, der må forventes at tage adskillige år.

ATP's medinvestor og samarbejdspartner i TDC-transaktionen er Macquarie Infrastructure & Real Assets (MIRA), som er en kapitalforvalter ejet af Macquarie Group. MIRA forvalter investeringsfonde på vegne af institutionelle investorer og har ikke været involveret i sagen om udbytteskat.

I dette opfølgende notat redegøres kort for processen, og der gives et overblik over den information, vi på nuværende tidspunkt har om Macquaries rolle i den europæiske skandale om udbytteskat.

Den igangværende proces med Macquarie

De nye oplysninger, der de seneste uger er kommet frem i sagen om udbytteskat, indebærer, at der er indledt en proces med Macquarie, som indledningsvist består af en kritisk dialog og analyse af fakta. Når omfanget af Macquaries involvering i skandalen er afdækket, vil vi stille krav til en tilfredsstillende "self-cleaning" proces, før nye samarbejder kan påbegyndes.

En sådan "self-cleaning" proces, som også kendes fra udbudsloven, vil bl.a. bestå i dokumentation for, at virksomheden har ydet en evt. pålagt erstatning, at der er redegjort for og aktivt medvirket til at samarbejde med myndighederne, og at der er truffet passende og betryggende foranstaltninger med henblik på at forebygge yderligere overtrædelser. Endvidere vil vi bede om en uafhængig verifikation af dette.

Den kritiske dialog er igangsat med tilfredsstillende engagement fra Macquarie. ATP vil fortsætte dialogen og herunder sikre dokumentation i det omfang, det er muligt for Macquarie at frembringe dette.

Macquaries rolle

Baseret på en indledende skriftlig dialog og indtil videre ét fysisk møde med Macquarie Group's Chief Executive i EMEA, er Macquarie kommet med nedenstående oplysninger.

Danmark:

- Macquarie handlede ikke på noget tidspunkt danske aktier, og der blev ikke anmodet om udbetaling af udbytteskat i Danmark på noget tidspunkt.
- Macquarie udlånte ikke til fonde, der handlede med danske aktier, og har intet kendskab til fonde, der gjorde krav på at få refunderet udbytteskat i Danmark.
- Macquarie Denmark A/S var involveret i europæiske handelsaktiviteter fra 2006 indtil det blev inaktivt i 2008. Macquarie Denmark A/S handlede primært franske og schweiziske aktier. Der blev ikke anmodet om refusion af udbytteskat i Frankrig. Da der blev sat spørgsmålstegn ved en række handler i Schweiz, tilbagebetalte Macquarie de tilsvarende afkrævede tilbagebetalinger.
- Macquarie Denmark A/S har betalt alle gældende skatter i Danmark i hele driftsperioden.

Tyskland:

- Af i alt 417 potentielle sager identificeret af de tyske myndigheder er Macquarie ifølge banken selv involveret i tre af de indledte sager. I ingen af de tre sager er der i dag udestående, ikke-tilbagebetalte udbytteskat-refusioner.
- To af disse sager omhandler eksekvering af CumEx-transaktioner¹ på Macquaries egen balance i 2006-2009, hvor der således blev refunderet udbytteskat flere gange på samme aktie. Disse to sager er lukket og afregnet med myndighederne i 2015. Der blev indgået forlig i sagerne, hvor Macquarie tilbagebetalte udbytteskat-refusionerne plus renter – et lille trecifret millionbeløb i EUR (beløbet er ikke offentligt kendt eller tilgængeligt, da det er en del af et forlig).
- En sag er stadig åben, hvori Macquarie stillede finansiering af aktiekøb til rådighed for en schweizisk kapitalforvalter i 2011. Macquarie havde ifølge banken selv udelukkende rolle som finansieringsmodpart. Kunden forsøgte efterfølgende at gennemføre CumEx-transaktioner, men fik ikke udbytteskatten refunderet, fordi de tyske myndigheder afviste ansøgningen. Myndighederne har indledt en undersøgelse af, hvorvidt Macquarie og udvalgte (op til 30) medarbejdere kan stilles til ansvar. Der er endnu ikke rejst tiltale. Afslutningen på denne sag forventes først i 2020-21.
- På trods af, at Macquarie i alle 3 ovenstående sager har modtaget juridisk- og skatterådgivning, der klassificerede aktiviteterne som lovlige, tilkendegiver Macquarie, at de i dag er af den opfattelse, at det var moralsk forkert at indgå den type af forretninger. Som konkrete initiativer til at understøtte organisationens fokus på samfundsansvar, nævner Macquarie, at der blandt andet er vedtaget en skattepolitik, og at alle "komplicerede" transaktioner skal godkendes i en "Reputational and Conduct Risk Committee".

Idet ATP ikke er i besiddelse af information, der er i konflikt med ovenstående oplysninger, formodes disse på nuværende tidspunkt at være korrekte, men ATP afventer uddybende dokumentation i det omfang, det er muligt for Macquarie at frembringe dette.

Samarbejde med Sanjay Shah:

- Det har endnu ikke været muligt at have kritisk dialog omkring Macquaries indirekte samarbejde med Sanjay Shah, som mistænkes for at være hovedaktør af CumEx-handler med danske aktier. Nedenstående er kommet frem i avisartikler og Sanjay Shahs egne noter:
- Ifølge Sanjay Shahs noter, kontaktede han i 2012 Macquarie med ideen om at gennemføre CumEx-handler uden finansieringsbehov (idet handler likviditetsmæssigt netter ud på samme dag). Han

¹ CumEx (med uden) transaktioner indbefatter, at en ejer af en aktie på datoen for en virksomhedens udbytteudlodning låner sine aktier ud. På grund af tekniske forhold i skattelovgivningen er det muligt for begge parter i handlen at søge om refusion af udbytteskat, uanset om parten har betalt udbytteskat – dvs. både *med* og *uden* reel skattebetaling (CumEx).

noterer, at Macquarie gik med til at on-boardede en række af hans egne kunder, som succesfuldt (sandsynligvis med bistand fra Sanjay Shah) gennemførte handler i Luxembourg-aktier.

- De succesfulde handler bekræftede Shahs strategi, og han implementerede efterfølgende på egen hånd denne i sin kapitalfond Solo Capital, hvor en række amerikanske pensionskasser handlede i danske og belgiske aktier. Disse efterfølgende forretninger var Macquarie ikke involveret i.
- Macquarie har bekræftet at have lånt penge til unavngivne kunder i 2012, mhp. handel i Luxembourgske aktier, men understreger at disse var CumCum-handler² og forhåndsgodkendt af skattemyndighederne i Luxembourg.

I den kritiske dialog med Macquarie afventer ATP uddybende dokumentation i det omfang, det er muligt for Macquarie at frembringe dette. Dette forventes at være en langstrakt proces på grund af den igangværende retssag. ATP foretager som nævnt ikke nye forretninger med Macquarie, før denne kritiske dialog og "self-cleaning" proces er afsluttet tilfredsstillende.

Torben M. Andersen

Christian Hyldahl

² CumCum ('med med') indebærer, at en aktionær kort før datoen for en virksomheds udlodning af udbytte låner sine aktier ud til et selskab, der har ret til at få skatten refunderet. Skatten refunderes kun til det selskab, der reelt har betalt skatten.

Beskæftigelsesministeriet
Ved Stranden 8
1061 København K

22. november 2018
ATP-08-01-311057

Skriftlig redegørelse om samarbejdet med Macquarie

ATP har modtaget en anmodning fra Beskæftigelsesministeren om en skriftlig redegørelse om samarbejdet med Macquarie, som forholder sig til 9 konkrete spørgsmål. Disse er besvaret nedenfor.

1. Hvad viste ATPs 'due diligence'-undersøgelse af Macquaries kapitalforvalter-selskab MIRA og hvilke spørgsmål har ATP og ATP's rådgivere stillet til Macquarie og/eller MIRA forud for indgåelse af samarbejde?

ATP's investering i TDC er en investering sammen med blandt andre MIRACo, der er et engelsk selskab forvaltet af Macquarie Infrastructure & Real Assets (Europe) Limited ("MIRA"). MIRA udgør en del af Macquarie Group. MIRA repræsenterer en lang række institutionelle investorer (herunder andre danske investorer).

ATP's investering i TDC er en investering i samarbejde med MIRACo og ikke en investering via en Macquarie- eller MIRA-forvaltet fond. Due diligence, herunder dialog, i relation til MIRA, er således foretaget med et særligt fokus på MIRA's evne til at være med til at sikre den ambitiøse strategi for TDC.

Due diligence omkring TDC-investeringen har været gennemført i overensstemmelse med ATP's forretningsgang for 'Due Diligence af en potentiel investering' samt sædvanlig praksis. En del af denne due diligence omhandlede samarbejdsrelationen med investeringspartnere, herunder investeringserfaring og omdømmerisiko. ATP var bekendt med MIRA's¹ omfattende erfaring som en af verdens største infrastrukturkapitalforvaltere. Denne erfaring vurderedes relevant i forhold til de ambitiøse målsætninger om videreudviklingen af TDC i samarbejde med de danske investorer.

2. Hvordan forklarer ATP, at man valgte at indgå samarbejde med MIRA på trods af den almenkendte viden, der var tilgængelig om Macquarie i sagen om Københavns Lufthavn – og mener ATP fortsat, at det var en korrekt vurdering af ATP ikke at gennemføre en due diligence undersøgelse af hele Macquarie Group, men kun kapitalforvalteren MIRA forud for TDC-købet – særligt henset til Macquaries forhistorie?

ATP har sammen med de øvrige ejere, herunder MIRACo, foretaget en langsigtet og stabil infrastrukturinvestering i TDC baseret på et forventet risikojusteret afkast samt det forhold, at investeringen passer ind i ATP's langsigtede porteføljesammensætning.

ATP har specifikt forholdt sig kritisk til samarbejdsrelationerne med de danske pensionsselskaber PFA og

¹ MIRA er en af verdens største infrastrukturinvestorer med mere end 20 års erfaring, med efter det oplyste 137 aktive investeringer, og forvalter af investeringer for mere end 700 milliarder kroner.

PKA samt infrastrukturkapitalforvalteren MIRA om strategien for TDC, og herunder også vurderet bl.a. governance og skatteforhold.

På baggrund af ATP's kendskab til den verserende skattesag for Københavns Lufthavne A/S fra Macquaries tid som ejer vurderede ATP, at det var særligt vigtigt, at der i TDC-investeringen blev udarbejdet en aftale, hvor konsortiet sikrede, at alle ejerne betaler den skat, de er forpligtet til i Danmark.

For at mindske den identificerede risiko omkring skattebetalinger blev der derfor i konsortiet etableret en akquisitionstruktur i Danmark, hvor udlodning af udbytte, betaling af renter eller andre udlodninger til en investor uden indeholdelse eller nedsættelse af kildeskat kræver dokumentation fra de danske skattemyndigheder for, at investoren er berettiget til en reduceret eller ingen kildeskat i Danmark i henhold til danske skatteregler.

ATP har ikke foretaget en egentlig due diligence af andre dele af Macquarie Group. ATP's due diligence fokus styres af en risikobaseret tilgang (jævnfør "prudent person"-princippet). ATP's samarbejde med finansielle institutioner, når der ikke er tale om en investering i disse institutioner, foretages med udgangspunkt i, at disse er reguleret og kontrolleret af lokale tilsynsmyndigheder.

ATP var ikke ved due diligence for TDC-transaktionen bekendt med Macquaries involvering i CumEx-transaktioner og ej heller bekendt med den nuværende topledelses angivelige viden og godkendelse heraf. Havde ATP været bekendt med de pågældende forhold, havde ATP *ikke* foretaget investeringen i TDC med MIRA.

3. Hvilke af ATP's egne, fastsatte politikker er blevet lagt til grund, siden MIRA er blevet fundet egnet som investeringspartner?

ATP's investering i TDC sammen med MIRACo, PKA og PFA er analyseret og godkendt i overensstemmelse med vores forretningsgang '*Due Diligence af en potentiel investering*' samt sædvanlig praksis på området. TDC-investeringen vurderes at være i compliance med ATP's politik for samfundsansvar i investeringer, ATP's bestyrelses politik for aktivt ejerskab, ATP's skattepolitik på det unoterede investeringsområde samt risikopolitik.

Disse politikker rummer ikke direkte retningslinjer for medinvestorer, men valg af medinvestor er underlagt ATP's risikopolitik, der tilsiger en vurdering af omdømmerisiko. Dette er udmøntet i ATP's forretningsgang '*Due Diligence af en potentiel investering*' samt i sædvanlig praksis i ATP, og vurderingen af omdømmerisikoen ved at have MIRACo som medinvestor har været del af en risikovurdering i den samlede analyse af investeringsmuligheden i TDC.

ATP vurderede, at der var en relativt høj omdømmemæssig risiko ved samarbejdet på baggrund af MIRA's omdømme i Danmark, grundet deres tidligere investering i Københavns Lufthavne A/S. Ud fra en helhedsvurdering konkluderede ATP imidlertid, at aftalegrundlaget og ejerkredsen sikrede tilstrækkelig beskyttelse mod, at en tilsvarende skattesag kunne opstå for TDC A/S, idet de danske pensionskasser har medindflydelse på den strategiske retning samt skatteforhold ved udbetalinger, som ovenfor beskrevet.

4. Hvad er rækkevidden af ATP's politikker for fx samfundsansvar, når ATP i redegørelsen skriver, at politikken "alene vedrører ATP's investeringer – ikke ATP's medinvestorer." – og hvilke andre greb har ATP ift. medinvestorer eller samarbejdspartnere, hvis politikkerne ikke gælder?

Som fremhævet ovenfor samt i redegørelsen til Beskæftigelsesministeriet af den 25. oktober 2018, finder ATP's egne, fastsatte politikker ikke direkte anvendelse på medinvestorer. ATP's politik for

samfundsansvar i investeringer vedrører alene ATP's investeringer, ATP's politik for aktivt ejerskab vedrører alene ATP's investeringer i børsnoterede aktier, og ATP's skattepolitik for unoterede investeringer omfatter ikke medinvestorer eller handelsmodparter.

Ovenstående afspejler, at ATP sjældent kender de øvrige investorer – hverken ved investeringer i børsnoterede og unoterede virksomheder eller i investeringsfonde. Selv for de kendte medinvestorer, vil det være en uforholdsmæssigt ressourcekrævende opgave at overvåge alle ATP's medinvestorer. ATP's udgangspunkt er derfor, at medinvestorer og samarbejdspartnere er reguleret og kontrolleret af lokale tilsynsmyndigheder.

ATP's valg af medinvestor er dog underlagt ATP's risikopolitik, der tilsiger en vurdering af omdømmerisiko, herunder omdømmerisiko forbundet med eventuelle medinvestorer og samarbejdspartnere. Med udgangspunkt i den tiltænkte samarbejdsrelation foretages, hvis relevant, en vurdering af eventuel omdømmemæssig risiko – og det vurderes, hvilke konkrete handlemuligheder, ATP finder relevante og markedskonforme at indarbejde i kontraktgrundlaget. Omfanget af juridiske handlemuligheder for ATP i det endelige kontraktgrundlag vil være baseret på en konkret forhandling med de aktuelle samarbejdspartnere, og disse kontraktvilkår inddrages i ATP's helhedsvurdering af investeringsmuligheden. Den særlige skattestruktur i TDC-investeringen er et eksempel herpå.

5. Hvilke lokale tilsynsmyndigheder har ATP været i dialog med i denne sag – og hvad betyder det helt konkret, når ATP skriver, at der "med samarbejdspartnere altid vil være et element af gensidig tillid."

Ved samarbejde med finansielle institutioner tager ATP udgangspunkt i, at disse er reguleret og kontrolleret af lokale tilsynsmyndigheder. ATP har i den konkrete TDC-investering ikke taget særskilt kontakt til lokale tilsynsmyndigheder, da det er ATP's forventning, at tilsynsmyndighederne vil undersøge Macquarie og udøve de sanktioner, de som myndighed er udstyret med.

ATP's deltagelse i samarbejder med finansielle handelsmodparter er en vital del af ATP's investerings- og operationelle model. Disse samarbejder er typisk reguleret indenfor en aftalt juridisk ramme, baseret på markedsstandarder. Det er ATP's opfattelse, at det hverken er muligt eller hensigtsmæssigt at indgå aftaler, som vil kunne tage højde for alle tænkelige situationer, idet der i løbet af en investerings løbetid vil kunne opstå mange uforudsigelige hændelser. ATP's samarbejde med finansielle handelsmodparter vil derfor altid rumme et element af gensidig tillid. Skulle denne tillid blive brudt, vil ATP imidlertid gå i kritisk dialog eller opsige samarbejdet.

Ved TDC-investeringen omfatter denne tillid blandt andet de detaljerede operationelle valg i forbindelse med implementeringen af den fælles strategi samt løbende tilpasning til ændrede markedsforhold, der håndteres løbende af TDC's bestyrelse. Dette understøttes af governance-strukturen, hvor de tre danske pensionsselskaber med tilsammen 50 pct. ejerskab og via retten til at udpege medlemmer i TDC's bestyrelse har medindflydelse på alle væsentlige strategiske valg.

6. Vil ATP bringe tredjepartscertificering ind i den såkaldte self-cleaning-proces med MIRA?

Udbytteskattesagen og flere bankers, herunder Macquarie Banks, involvering heri har gjort stort indtryk på ATP. ATP er på den baggrund i en kritisk dialog med Macquarie, og ATP foretager ikke nye investeringer med MIRACo eller andre selskaber i Macquarie Group, før denne kritiske dialog og medfølgende "self-cleaning" proces hos Macquarie Group er afsluttet tilfredsstillende.

ATP har som del af den kritiske dialog presset på for, at Macquarie forholder sig til, hvordan de kan opnå en uafhængig certificering/udtalelse fra tredjepart, der bl.a. kan konkludere, at alle relevante forholdsregler

er taget for at forhindre aggressive skatteforretninger i fremtiden.

7. Hvad er ATP's holdning til fremadrettede samarbejder med Macquaire og/eller dele af Macquarie Group, herunder MIRA?

ATP har indledt en kritisk dialog med Macquarie, og ATP foretager ikke nye investeringer med MIRACo eller andre selskaber i Macquarie Group, før denne kritiske dialog og "self-cleaning" proces er afsluttet tilfredsstillende. Det kommer til at tage tid at afdække alle detaljer, og denne proces kan ikke afsluttes foreløbig som følge af Macquaries verserende sag i Tyskland, der må forventes at tage adskillige år.

Ud over overensstemmelse med den langsigtede porteføljesammensætning opfatter ATP investeringen i TDC som en vigtig dansk infrastrukturinvestering, som ATP gerne vil påvirke i den rigtige retning. Det er ATP's vurdering, at der bedst værnes om TDC ved at fastholde ejerskab i selskabet og sikre, at TDC kan udvikle sig som forretning – såvel for ATP's medlemmer som for samfundet.

8. Hvordan vil ATP fremadrettet sikre sig i sager som denne?

ATP's investering i TDC er gennemført i overensstemmelse med ATP's forretningsgang 'Due Diligence af en potentiel investering' samt ATP's sædvanlige praksis på området. ATP evaluerer løbende due diligence-processerne på baggrund af erfaringer fra eksisterende investeringer, og dette vil også være tilfældet for den pågældende sag.


Investeringen i TDC overholder ATP's gældende politikker på området. ATP vurderer imidlertid løbende – ikke mindst på baggrund af den verserende sag – hvorvidt de gældende politikker, forretningsgange og praksis er tilstrækkelige, herunder i forhold til en vurdering af fremtidige medinvestorer og handelsmodparter.

9. Hvornår stoppede ATP med at deltage i aktieudlån (såkaldt shortselling)?

ATP foretog aktieudlån i perioden 2002-2015. ATP har ikke udlånt aktier siden sommeren 2015. For så vidt angår de afledte instrumenter CFD-kontrakter, hvor man afregner nettokursudviklingen på en aktie efter en given kontraktperiode, har ATP ikke handlet i disse siden 1. kvartal 2017.

Se vedlagte bilag 1 for en kort redegørelse om ATP's historiske udlån af aktier og handel i CFD-kontrakter.

Vi står naturligvis til rådighed for en uddybning eller yderligere spørgsmål.


Torben M. Andersen


Christian Fyldgaard

Bilag 1: ATP's historiske udlån af aktier og handel i CFD-kontrakter

Resumé

Den seneste tids afdækning af spekulation i udbytteskat har skabt fokus på, at aktieudlån også kan misbruges af modparter i forhold til at opnå refusion af udbytteskat. I dette notat redegøres for ATP's historiske anvendelse af og indtjening på aktieudlån og relaterede finansielle instrumenter.

ATP har ikke foretaget aktieudlån siden 2015 og ophørte med handel i relaterede CFD-kontrakter (Contract For Difference, hvor man afregner nettokursudviklingen på en aktie efter en given periode) i 1. kvartal 2017.

Danske aktier har som hovedregel ikke været udlånt. I meget få tilfælde har en lille beholdning af danske aktier indgået i et depot med udlån, men de danske skatteregler har sikret, at der ikke har været basis for spekulation i udbytteskat fra disse.

ATP har historisk fulgt to forskellige typer af aktieinvesteringsstrategier, hvor det vurderes, at der kan have været modparter, der eventuelt har kunnet spekulere i refusion af udbytteskat:

- A. *Traditionelle aktieporteføljer*, hvor en langsigtet investor køber aktier på helt normal vis (en "lang" position). Disse porteføljer har i varierende udstrækning været stillet til rådighed til aktieudlån via en depotbank.
- B. *Så kaldte long/short-strategier*, hvor man som i A) er "lang" aktierisiko i udvalgte aktier, samtidigt med man går "kort" ved at sælge andre aktier, som man ikke har (og opnår en negativ eksponering). Herved tages en position i den relative kursudvikling mellem to aktier.

I ATP har long/short-strategier både været implementeret på traditionel vis (køb af en aktie og lån af en anden aktie, som efterfølgende sælges) og på syntetisk vis via finansielle kontrakter (derivater kendt som CFD-kontrakter). Sidstnævnte indeholder mulighed for spekulation i udbytteskat, hvorfor CFD-handler medtages i dette notat.

Nedenfor redegøres kortfattet for handelsaktiviteterne siden 2002, hvor ATP første gang foretog aktieudlån (CFD-kontrakter blev initieret i 2006). Indtjeningen i forbindelse med disse handler er behæftet med *betydelig usikkerhed*, da udlån i visse tilfælde er prissat som en del af en større aftale med en depotbank. Udregningen tager afsæt i den højeste indtjening, som delaftalen kan have genereret². Indtjeningen fra ATP's historiske udlån af aktier og handel i relaterede finansielle instrumenter er estimeret til maksimalt at være 13,4 mio. kroner årligt i gennemsnit over perioden 2002-2017.

ATP's historiske udlån af aktier og handel i relaterede finansielle instrumenter

ATP's historiske udlån af aktier og handel i relaterede finansielle instrumenter, baseret på henholdsvis den traditionelle porteføljestrategi og long/shortstrategier, opridses nedenfor.

A: ATP's investeringer via traditionelle aktieporteføljer

I ATP's traditionelle porteføljevaltning, har ATP altid haft eksponering i denne type strategier i danske aktier og i nogen udstrækning i udenlandske aktier:

- Den langsigtede danske aktieportefølje, som i dag udgør ca. 30 mia. kr., har aldrig været udlånt. ATP udøver aktivt ejerskab, og derfor har det været afgørende, at ATP altid har været i besiddelse af aktierne for at kunne stemme ved og deltage i generalforsamlinger.
- I internationale aktier har der i perioden 2002-2007 været udlånt aktier. ATP har ikke selv stået for udlånet, men har tilladt udlån af aktier fra et depot mod betaling. Dette genererede i perioden i

² ATP har for flere depotaftaler ikke data for faktiske udlån men kun potentielle udlån via aktiebeholdningen i de relevante depoter. Beregningen baseres da på et scenarie med fuld udlåningsgrad.

gennemsnit en indtjening på 3,8 mio. kr. pr. år.

- Siden 1. kvartal 2017 har ATP efter afviklingen af long/short strategier (se nedenfor) opbygget en betydelig portefølje i udenlandske aktier på ca. 40 mia. kr. Denne portefølje har ikke været udlånt – ligeledes for at kunne udøve aktivt ejerskab og stemme på generalforsamlingerne.

Der eksisterer mange investorer, der gerne vil gå kort i specifikke aktier og vil betale for at låne dem (for at kunne sælge dem). Det kan imidlertid ikke udelukkes, at en del af ovenstående indtjening er "ud over normal", og at nogle modparter har anvendt aktierne til spekulation i udbytteskat.

B: ATP's investeringer via long/short-strategier (2006 – 1. kvartal 2017)

Som en del af ATP's long/short-strategier blev aktieeksponeringer både foretaget i almindelige aktier og i afledte CFD-instrumenter, hvor man afregner nettokursudviklingen på en aktie efter en given periode.

Historiske aktiviteter i aktieudlån:

- ATP udlånte i 2008-2015 udenlandske aktier fra long/short-porteføljen og tjente maksimalt i gennemsnit 11,0 mio. kr. pr. år.
- Danske aktier indgik i meget begrænset omfang i disse strategier i perioden 2009-2011, hvor en aktiebeholdning på op til 75 mio. kr. lå i en portefølje, der kunne udlånes.
Der har dog ikke været basis for spekulation i udbytteskat fra disse danske aktier: Ifølge danske skatteregler og praksis vil aktieudlån uden videresalg af aktien medføre, at långiver (ATP) forbliver retmæssige ejer og således er skattepligtig af eventuelt udbytte i henhold til de danske skatteregler.
- ATP har ikke foretaget aktieudlån fra og med sommeren 2015.

Historiske aktiviteter i CFD-kontrakter:

- ATP handlede CFD-kontrakter på udenlandske aktier i 2006-2017 med maksimal gennemsnitlig indtjening på 7,5 mio. kr. pr. år (eksklusiv "kursgevinster" fra bevægelser i aktiemarkedet).
- ATP stoppede handler i CFD-kontrakterne efter 1. kvartal 2017.

Ud fra et operationelt perspektiv er CFD-kontrakter at foretrække fremfor køb, salg og lån af aktier, idet CFD-kontrakter udgør en mere enkel måde at tage en aktieeksponering i en valgt periode. En del af indtjeningen fra CFD-kontrakter i perioden har dog været "ud over normal" og relateret til modparters refusion af udbytteskat. Beslutningen om en udfasning af den strategi, der indeholdt CFD-kontrakter, blev truffet i sommeren 2016. Processen blev ved direktørskiftet primo 2017 fremskyndet, så ATP ikke har handlet med produktet siden 1. kvartal 2017.

Konklusion

ATP's samlede maksimale indtjening, der *kan have været* relateret til spekulation i udbytteskat i forbindelse med handler under begge strategier i perioden 2002-2017, har således maksimalt været 13,4 mio. kr. per år i gennemsnit, heraf fra aktieudlån maksimalt 7,9 mio. kr. per år i gennemsnit i 2002-2015 og fra CFD-kontrakter 7,5 mio. kr. per år i gennemsnit i 2002-1. kvartal 2017.

	Indgik i følgende strategier	Periode	Maksimal gns. årlig indtjening
Aktieudlån	Traditionelle aktieporteføljer og long/short strategi	2002-2015	7,9 mio. kr.
CFD-kontrakter	Long/short strategi	2006-Q1 2017	7,5 mio. kr.
I alt*		2002-Q1 2017	13,4 mio. kr.

*Tallene i sidste kolonne summer ikke, da det er gennemsnitsindtjening for forskellige periodelængder.

Beskæftigelsesministeriet
Ved Stranden 8
1061 København K

4. december 2018
ATP-08-01-311057

Uddybende redegørelse om ATP's historiske udlån af aktier

Indledning

Som opfølgning på ATP's svar af den 22. november 2018 om ATP's historiske udlån af aktier mv. har beskæftigelsesministeren i skrivelse af 29. november 2018 bedt ATP om at redegøre yderligere for de historiske udlån af aktier.

Indledningsvist er det vigtigt at understrege, at aktieudlån som udgangspunkt er en legitim investeringsaktivitet, hvor investorer kan tage en position i aktiers forventede kursudvikling¹. Aktieudlån kan således bidrage til at korrigere prissætningen i aktiemarkedet, hvis en aktie har for høj eller lav kurs.

Handel med finansielle instrumenter, herunder aktier, foregår derudover i et marked med internationale aktører, som gennem handel fastsætter markedets ligevægtspriser. Disse afhænger dels af de deltagende aktørers værdifastsættelse af de enkelte finansielle instrumenter, dels af den afkastskat, som aktørerne individuelt pålægges. I markedet findes også investorer, der har en afkastskat på nul, hvilket f.eks. gør sig gældende for hollandske og canadiske pensionskasser.

ATP har som tidligere oplyst udlånt aktier. Udlån af aktier skete i en tid, hvor aktieudlån blev set som et standardprodukt, og af lov om Forsikringsvirksomhed² 8. juni 2001 (forberedt af Finanstilsynet) fremgår det, at aktieudlån er en mulighed for pensionskasser. Over årene er der sket en bevægelse i markedet for aktieudlån, der medfører en stigende risiko for, at nogle modparter låner aktier primært med henblik på refusion af udbytteskat. Dette skred har bidraget til, at ATP ikke siden 2015 har udlånt aktier og yderligere siden 1. kvartal 2017 ikke har handlet i aktiebaserede CFD-produkter³.

Afviklingen af CFD-produkter skal desuden ses i sammenhæng med, at ATP i de senere år har haft fokus på konsolidering og forenkling af investeringsaktiviteterne, og samtidig foretaget en løbende professionalisering af investeringsstrategier, processer, samfundsansvar mv. Særligt sidstnævnte kræver en løbende kalibrering i forhold til samfundsnormernes udvikling, og ATP forsøger tilsvarende med rammer og politikker (eksempelvis politikkerne for samfundsansvar, aktivt ejerskab og skat) at sikre, at ATP både leverer gode pensioner/afkast til medlemmerne og samtidig lever op til det særlige samfundsansvar, som påhviler ATP.

¹ Samme pointe blev fremhævet af erhvervsministeren på samråd i Erhvervs-, Vækst- og Eksportudvalget den 14. november. (<https://www.ft.dk/aktuelt/webtv/video/20181/eru/td.1523329.aspx> klokken 10:46)

² Finanstilsynet, Lov om Forsikringsvirksomhed §§6-6a og §87, lagt på Internettet 8. juni 2001.

³ Contract For Difference, CFD, er en kontrakt, hvor nettokursudviklingen på en aktie afregnes efter en given periode.

Nedenfor følger svar på de spørgsmål, som beskæftigelsesministeren har fremført i sin skrivelse af 29. november 2018.

Ad Hvornår og hvorfor valgte ATP at indgå i strategier om aktieudlån og handel i CFD-kontrakter? Og på hvilket niveau blev det besluttet at igangsætte og afslutte strategier?

ATP påbegyndte i 2002 udlån af aktier. En medvirkende årsag hertil var, at Finanstilsynet i juni 2001 var kommet med en positiv afgørelse om forsikringsselskabers og pensionskassers mulighed for at deltage i værdipapirudlån. Da ATP i efteråret 2001 skulle forhandle en ny depotaftale, blev det på baggrund af Finanstilsynets afgørelse besluttet at inkludere aktieudlånsmuligheden i aftalen. Depotbanken fik således retten til (mod passende sikkerhedsstillelse) at udlåne aktierne i depotet.

Inklusionen af aktieudlån som instrument blev besluttet af ledelsen i Fondsadministrationen i sommeren 2001 og blev i december 2001 vedtaget af ATP's bestyrelse som en del af "Rammer for porteføljeforvaltningen i 2002".

ATP's langsigtede portefølje af danske aktier var ikke en del af udlånet. I enkelte tilfælde har en lille beholdning af danske aktier indgået i et depot med udenlandske aktier til muligt udlån. Danske skatteregler har dog forhindret spekulation i udbytteskat fra disse.

Chefgruppen i Fondsadministrationen godkendte i december 2005 forberedelse af handel i CFD'er og i maj 2006 godkendte bestyrelsen, at "Rammer for portefølje-forvaltningen i ATP gældende for 2006" blev tilpasset, således at den også inkluderede CFD-instrumentet som godkendt værdipapirtype og finansielt instrument. Handel med CFD-kontrakter blev indledt i sommeren 2006.

En medvirkende årsag til at medtage CFD-kontrakter i porteføljen var, at det ud fra et operationelt perspektiv er at foretrække fremfor køb, salg og lån af aktier, idet CFD-kontrakter udgør en mere enkel måde at tage en aktieeksponering i en valgt periode. Disse kontrakter har derfor i varierende grad været anvendt som alternativ til aktier.

Som tidligere nævnt afviklede ATP aktieudlån i 2015, men handlede fortsat CFD'er indtil disse blev besluttet afviklet i sommeren 2016. Beslutningen om nedlukning af aktieudlån blev truffet af ledelsen i ATP's Porteføljeforvaltningsforretning i november 2015.

Beslutningen i juni 2016 om en kontrolleret afvikling af CFD-handler skete som del af en omfattende konsolidering og forenkling af investeringsaktiviteterne i ATP. Samtidig åbnede en ændring i ATP-loven i sommeren 2016 op for en mulig hjemtagelse af en række handelsaktiviteter. Dette var en ganske omfattende og yderst ressourcekrævende øvelse for ATP-organisationen Tidsplanen blev således lagt ud fra, at det skulle være en kontrolleret og balanceret øvelse uden risiko for væsentlige operationelle fejl og/eller markedsmæssige tab for ATP. Beslutningen om nedlukning blev truffet af ledelsen i ATP's Porteføljeforvaltningsforretning i juni 2016.

Ad Hvad betyder det at indtjeningen "kan have været" relateret til spekulation i udbytteskat?

Det har været ATP's udgangspunkt, at aktiedepoterne blev stillet til rådighed for veletablerede banker, og at tilsynet med disse er en myndighedsopgave. ATP havde ikke information om, hvem aktierne blev lånt ud til og dermed heller ikke, hvilken skattejurisdiktion disse tredjeparter hørte til.

Indtjeningen fra aktieudlån består af en præmie. Det er betalingen for at facilitere, at andre kan låne ('shorte') aktierne, hvilket er med til at sikre en velfungerende prisdannelse på aktier. Præmien kan imidlertid også afspejle modparters betalingsvillighed på baggrund af refusion af udbytteskat. Givet den manglende prisinformation og udlånsdata, er det ikke muligt at dekomponere de to effekter.

Når ATP formulerer, at indtjeningen "kan have været" relateret til aktieudlån, skyldes det således, at der dels er usikkerhed om den samlede indtjening relateret til aktieudlån og CFD-instrumenter, dels at der ikke er mulighed for at dekomponere indtjeningen i en præmie fra legitim investoradfærd og en mulig præmie fra uønsket adfærd relateret til spekulation i udbytteskat.

Det estimerede indtjeningstal (på maksimalt 200 mio. kr. svarende til 0,08% eller 13,4 mio. kr. årligt af investeringsafkastet i perioden) er sat til det højeste niveau for indtjening i aktieudlån og CFD-kontrakter – og indeholder både præmien fra legitim og mulig præmie fra uønsket investoradfærd. Idet der ikke er belæg for, at al handel i markedet har været drevet af den uønskede investoradfærd, er estimeret et *overkantsskøn* for det konstruerede scenarie, hvor udlånsmarkedet udelukkende var drevet af uønsket investoradfærd i alle årene 2002-Q1 2017.

ATP's udlån af udenlandske aktier er primært foregået gennem et depot, hvor en bank som en del af depotaftalen har fået muligheden for at udlåne ATP's udenlandske aktier. Indtjeningen fra udlån af aktier er derfor i flere tilfælde en del af en samlet prisaftale uden en særskilt pris for udlånsaktiviteter. Hertil kommer, at der for flere depotaftaler ikke findes data for faktiske udlån, men kun *potentielle udlån* via aktiebeholdningen i de relevante depoter. Beregningen baseres derfor også på et scenarie med fuld udlåningsgrad.

Ved manglende data for udlån er der således beregnet, hvad indtjeningen maksimalt kunne have været⁴. Disse valg er truffet for at belyse den størst mulige indtjening, som delaftalen om aktieudlån kunne have genereret, men tallet er som illustreret og tidligere beskrevet behæftet med betydelig usikkerhed og er sandsynligvis væsentligt lavere end de 13,4 mio. kroner i gennemsnit per år.

Ad Hvornår blev ATP bekendt med dette (at indtjeningen "kan have været" relateret til spekulation i udbytteskat), herunder i hvor lang tid ATP har været bekendt med at der har været en indtjening "ud over normal" via disse strategier?

Som nævnt kan aktieudlån have en fuldstændig legitim motivation, hvor investorer kan tage en position i aktiers forventede kursudvikling. Udlån af aktiver er således i sig selv ikke problematisk, hvilket understreges af, at den europæiske centralbank siden 2015 har anvendt obligationsudlån til at sikre, at aktiverne i det massive opkøbsprogram i kølvandet på finanskrisen ikke udtørrede markedet.

ATP's udlån af udenlandske aktier er som beskrevet ovenfor foretaget via et aktiedepot, hvor aktierne for depotbanken stilles til rådighed for mulige aktieudlån. Priserne for aktieudlån dannes i et marked, hvor internationale aktører har forskellige skattesatser – f.eks. betaler pensionskasser i Holland og Canada 0 pct. i afkastskat i deres respektive hjemlande. Disse aktører vil træffe investeringsbeslutninger ud fra forventet afkast, når skattebetalinger er tilbagesøgt.

⁴ I indtjeningsestimatet er således anvendt den højeste prisstruktur fra de kontrakter, hvor strukturen er kendt, og det højeste tilladte omfang af aktieudlån er lagt til grund.

Disse aktører, der har en ekstra værdi af udbyttebetaling på grund af retten til refusion af udbytteskatten, kan være i markedet og tage en position i et aktielån ud fra et ønske om at shorte, fx i en long/short strategi⁵. Dette er en legitim investorfærd, og disse handler har sandsynligvis været foretaget i hele perioden.

Ud fra et ønske om at forstå præmierne på aktieudlån bedre skiftede ATP i løbet af 2014 til selv at være involveret i depotbankens udlån af ATP's udenlandske aktier. Dette gav ATP større indblik i forhøjet markedsaktivitet omkring udbyttedatoer, et sæsonmønster der kan antyde en forhøjet risiko for, at der har været handler drevet ud fra et motiv om at opnå refusion af udbytteskat. Dette førte i løbet af 2015 til en erkendelse af, at markedet for aktieudlån var blevet "forurennet" af aktører, der havde fokus på udbytteskat, og at det ikke længere var foreneligt med ATP's særlige samfundsansvar at udlåne aktier.

Ad Hvor stor en andel af ATP's samlede indtjening i de pågældende år, stammede fra de omtalte aktieudlån og CFD-kontrakter?


Indtjeningen fra aktieudlån og CFD-kontrakter er i alt estimeret til tilsammen maksimalt at være 200 mio. kr. over perioden 2002 - 2017 svarende til knap 0,8 promille af investeringsafkastet i perioden eller 13,4 mio. kr. årligt, jf. tabel 1 nedenfor

Indtjeningsestimatet er behæftet med betydelig usikkerhed, da indtjeningen er del af en samlet prisstruktur for mere omfattende depotaftaler.

Tabel 1: Maksimal indtjening af udlån af aktier og CFD-kontrakter i forhold til samlet investeringsafkast

	Periode	Maksimal gns. årlig indtjening	Maksimal samlet indtjening	Andel af investeringsafkast i perioden
Aktieudlån	2002-2015	7,9 mio. kr.	110 mio. kr.	0,05%
CFD-kontrakter	2006-Q1 2017	7,5 mio. kr.	90 mio. kr.	0,04%
I alt*	2002-Q1 2017	13,4 mio. kr.	200 mio. kr.	0,08%

*Tallene i sidste kolonne summer ikke, da det er gennemsnitsindtjening for forskellige periodelængder.


Torben M. Andersen

⁵ Ved at tage en long position i (købe) én aktie og en short position (låne) i en anden aktie, tager man en eksponering mod den relative udvikling i de to aktier.

Beskæftigelsesministeriet
Ved Stranden 8
1061 København K

7. december 2018
ATP-08-01-311057

Redegørelse for samarbejdet med Macquarie

ATP har den 27. november 2018 modtaget en anmodning fra beskæftigelsesministeren om en skriftlig redegørelse om samarbejdet med Macquarie i forbindelse med teknisk gennemgang den 14. december 2018. Anmodningen indeholder 3 konkrete spørgsmål, der er besvaret nedenfor.

1. Hvorfor indgik man samarbejdet med Macquarie om købet af TDC i betragtning af, at banken allerede på det tidspunkt var kendt for at placere udbytte i skattely, og i betragtning af, at det allerede på det tidspunkt var kendt, at SKAT har et krav over for Macquarie på 700 mio. kr. begrundet i at banken har trukket udbytte ud af Københavns Lufthavn og placeret pengene i skattely i Luxembourg?

ATP foretog investeringen i TDC sammen med de danske pensionsselskaber PFA og PKA samt MIRACo. MIRACo er et engelsk selskab forvaltet af Macquarie Infrastructure & Real Assets (Europe) Limited ("MIRA"). MIRA udgør en del af Macquarie Group. MIRA er en af verdens største og mest erfarne infrastrukturinvestorer, der rejser kapital gennem infrastrukturfonde fra institutionelle investorer, som fx (danske) pensionskasser og livsforsikringsselskaber. MIRA's investerede midler i TDC ejes kun i begrænset omfang af Macquarie (under 1 pct. af TDC ifølge Macquarie selv), da MIRA's fonde primært investerer for en lang række institutionelle investorer (herunder andre danske investorer). TDC er ATP's eneste investering foretaget i samarbejde med et selskab i Macquarie Group. ATP har således ikke foretaget investeringer med Macquarie Bank.

ATP har sammen med de øvrige ejere, herunder MIRACo, foretaget en langsigtet infrastrukturinvestering i TDC baseret på et forventet stabilt, risikojusteret afkast samt det forhold, at investeringen passer ind i ATP's langsigtede porteføljesammensætning. ATP ser et forretningspotentiale i den ambitiøse strategi om at forbedre TDC's langsigtede konkurrenceevne gennem et fornyet fokus på udrulning af en fremtidssikker fiberinfrastruktur og i opdelingen af selskabet i en netværksfokuseret enhed og en kundeorienteret enhed.

ATP vurderede på baggrund af kendskabet til den verserende skattesag for Københavns Lufthavne A/S fra MIRA's tid som ejer, at det var særligt vigtigt, at der i TDC-investeringen blev udarbejdet en aftale, hvor konsortiet sikrede, at alle ejerne betaler den skat, som de er forpligtet til i Danmark.

For at mindske den identificerede risiko vedrørende skattebetalinger blev der derfor i konsortiet etableret en struktur i Danmark, hvor udlodning af udbytte, betaling af renter eller andre udlodninger til en investor uden indeholdelse eller med nedsættelse af kildeskat kræver dokumentation fra de danske skattemyndigheder for, at investoren er berettiget til en reduceret skat i Danmark i henhold til danske

skatteregler.

De tre danske pensionselskaber, der tilsammen ejer 50 pct. af TDC, skal således se dokumentation fra skattemyndighederne og godkende udbetaling af udbytte, betaling af renter eller andre udlodninger, før MIRACo kan modtage reducerede danske skattebetalinger. MIRACo og MIRA fik dermed en skattemæssig fodlænke på for at undgå tvivlsspørgsmål om skattebetalinger i forbindelse med TDC-investeringen.

Den samlede ejerandel på 50 pct. betyder, at de tre danske pensionselskaber har retten til at udpege halvdelen af bestyrelsesmedlemmerne i TDC og har medindflydelse på alle væsentlige beslutninger så som forretningsstrategi, ledelsesudpegning, organisationsstruktur, finansieringsstruktur mv.

Det var ATP's vurdering, at MIRA ville finde andre (udenlandske) medinvestorer til TDC-investeringen, hvis ikke de tre danske pensionselskaber var gået med i investeringen.

ATP anser TDC for en vigtig infrastrukturvirksomhed i Danmark. I sidste ende blev investeringsbeslutningen derfor en afvejning af på den ene side at sikre en investering i TDC, der passer godt ind i ATP's langsigtede porteføljesammensætning, og ønsket om at have en dansk ejerkreds af TDC og på den anden side risikoen ved at have MIRA som samarbejdspartner. Med den indhegnede skatteproblematik i ejerkonsortiet har ATP vurderet, at skatterisikoen ved MIRA blev reduceret tilstrækkeligt, således at investeringen samlet set var attraktiv.

ATP var ikke ved tidspunktet for overvejelserne om TDC-transaktionen bekendt med Macquaries involvering i CumEx-transaktioner og ej heller bekendt med den nuværende topledelses angivelige viden og godkendelse heraf. Havde ATP været bekendt med de pågældende forhold, havde ATP *ikke* foretaget investeringen i TDC med MIRA.

2. Kan det bekræftes, at ATP på sin generalforsamling den 16. marts 2018 blev advaret imod at indgå i et konsortium med bl.a. Macquarie om køb af TDC, begrundet i, at banken var kendt for at placere penge i skattely?

Det bekræftes, at ATP sammen med PFA og PKA på TDC's generalforsamling den 16. marts 2018 blev spurgt til, hvordan de "kunne gå i samarbejde med en kapitalfond, som var kendt for at bruge skattely og sin manglende lyst til at betale skat".

Jævnfør besvarelsen af spørgsmål 1 blev der i konsortiet etableret en særlig struktur i Danmark, hvor konsortiet sikrer, at MIRA i forbindelse med TDC-investeringen betaler den skat, som de er forpligtet til i Danmark. Ingen i ejerkredsen kan få reduktion i kildeskattebetalinger uden dokumentation fra de danske skattemyndigheder for, at investoren er berettiget til en reduceret skat i Danmark i henhold til danske skatteregler.

3. Hvorfor mener ATP, at deres skarpe kritik af Macquaries rolle i udbytteskandalen kun skal have konsekvenser for det fremtidige samarbejde og ikke for det nuværende samarbejde i ejerkredsen af TDC?

Ud over at investeringen i TDC passer godt i ATP's porteføljesammensætning, opfatter ATP den langsigtede investering i TDC som en vigtig dansk infrastrukturinvestering, som ATP gerne vil påvirke i den rigtige retning. ATP er en langsigtet investor og bidrager med aktivt ejerskab til den langsigtede værdiskabelse i TDC. Det er ATP's vurdering, at der bedst værnes om TDC ved at fastholde ejerskab i

selskabet og sikre, at TDC kan udvikle sig som en sund forretning – såvel for ATP's medlemmer som for det danske samfund.

ATP's investering i TDC er omfattet af en aftale mellem de involverede parter, og ATP's handlemuligheder er således dækket af denne aftale. Et salg af ATP's ejerandel af TDC, til f.eks. MIRA, vurderes ikke at være hensigtsmæssigt. Et frasalg kan medføre yderligere usikkerhed om TDC, da de danske pensionskasser i så fald ikke længere har 50 pct. af ejerskabet og ikke vil kunne kontrollere væsentlige beslutninger i TDC, ligesom det vil åbne for, at dansk kerneinfrastruktur falder på udenlandske hænder.

ATP har indledt en kritisk dialog med Macquarie, og ATP foretager ikke nye investeringer med MIRACo eller andre selskaber i Macquarie Group, før denne kritiske dialog og "self-cleaning" proces er afsluttet tilfredsstillende. Det kommer til at tage tid at afdække alle detaljer, og denne proces kan ikke afsluttes foreløbig som følge af Macquaries verserende sag i Tyskland, der må forventes at tage adskillige år.

ATP ser frem til en god dialog under den tekniske gennemgang 14. december 2018 og står naturligvis til rådighed for en uddybning eller yderligere spørgsmål.



Torben M. Andersen