

**WP 2001-1**

**Den ny pensionsafkastbeskatningslov**

**af**

**Michael Møller, Claus Parum & Thomas Sørensen**

**INSTITUT FOR FINANSIERING, Handelshøjskolen i København  
Solbjerg Plads 3, 2000 Frederiksberg C  
tlf.: 38 15 36 15 fax: 38 15 36 00**

**DEPARTMENT OF FINANCE, Copenhagen Business School  
Solbjerg Plads 3, DK - 2000 Frederiksberg C, Denmark  
Phone (+45)38153615, Fax (+45)38153600  
[www.cbs.dk/departments/finance](http://www.cbs.dk/departments/finance)**

**ISBN 87-90705-46-7  
ISSN 0903-0352**

December 2000

# Den ny pensionsafkastbeskatningslov

af

Michael Møller, Claus Parum & Thomas Sørensen

Michael Møller er professor i finansiering ved Institut for Finansiering på Handelshøjskolen i København

Claus Parum er lektor i Corporate Finance ved Institut for Finansiering på Handelshøjskolen i København

Thomas Sørensen har under udarbejdelsen af artiklen været forskningsassistent ved Institut for Finansiering på Handelshøjskolen i København. Han er nu aktieanalytiker hos Carnegie.

# Indledning

Folketinget har ved lov nr. 1294 af 20. december 2000 ændret pensionsafkastbeskatningsloven. Formålet med denne artikel er, at

- Redegøre for hovedpunkterne i ændringen og regeringens begrundelse for lovændringen.
- Analysere den ny lovs hensigtsmæssighed ud fra en samfundsøkonomisk synsvinkel.
- Diskutere, om der er udsigt til yderligere ændringer i pensionsafkastbeskatningsloven de nærmeste år.
- Analysere samspillet mellem pensionsafkastbeskatningsloven, selskabsskatteoven og personbeskatningsloven med henblik på en vurdering af, om der er konsistens mellem de tre typer af love, eller om der er behov for konsekvensændringer i den øvrige lovgivning.
- Analysere hvor stor aktieandel en pensionsinvestor skal have i porteføljen i dag for at være neutralt stillet som følge af skatteændringen.
- Analysere følgerne af skattelovsændringen på privatpersoners optimale indskuds- og porteføljepolitik, herunder fastlæggelsen af hvilke aktivtyper der skal ejes hvor.

Der argumenteres for følgende konklusioner:

- Søgning efter et 'neutralt' skattesystem er forgæves. Der er umuligt i Danmark at skabe et 'neutralt' skattesystem, der ikke har nogen klare uhensigtsmæssigheder. De nye regler er fornuftige i et fremadrettet internationalt perspektiv, når vi snævert ser på pensionssektorens investeringer i aktier og obligationer. Jo større andel de udenlandske aktier udgør af pensionssektorens samlede aktieportefølje, desto mere hensigtsmæssig er de nye skatteregler. Skatte- og Økonomiministeriet har dog ikke i tilstrækkeligt omfang fremhævet ulemperne ved den nye pensionsafkastbeskatningslov i deres notat "Omlægning af beskatningen af pensionsafkast og mere sikre rammer for pensionsopsparing" samt det tilhørende baggrundsmateriale i relation til pressemødet den 26. oktober 2000.
- Pensionssektoren vil nu i stærkere grad ønske, at danske aktieselskaber øger gældsandelen.
- Der bør tilstræbes en mere ensartet beskatning af frie midler og pensionsmidler.
- Ændringen i skattereglerne betyder, at det atter bliver attraktivt at foretage lånefinansieret skattearbitrage, da lånerenten efter skat for private nu er under obligationsrenten efter pensionsafkastbeskatning. De nu kendte skattesatser er ikke holdbare på langt sigt. Man må derfor forvente,
  - at rentefradragsretten bliver yderligere begrænset til 20-25%, og/eller
  - at der kommer loft over indbetalinger til skattebegünstiget pensionsopsparing og/eller
  - at pensionsafkastbeskatningen øges.
- Afkast af pensionsopsparing fra før 1982 bør ikke friholdes fra beskatning.

- Hvis man betragter skatte- og placeringsreglerne som en uadskillelig pakkedløsning, kan man entydigt konkludere, at ingen institutionel pensionsinvestor isoleret set er blevet ringere stillet. Hvis man opfatter skatte- og placeringsreglerne som to helt separate størrelser, kan vi ikke afvise, at institutionelle pensionsinvestorer, som ønskede at udnytte ændringen i placeringsreglerne til at opnå en større aktieandel, rammes af ændringen i skattereglerne. Vi kan heller ikke afvise, at investorer med pensionsordninger i pengeinstitutter, der ikke har aktieloft, er blevet ringere stillet af skatteændringen. Vi kan intet sige om, hvorvidt en rationel pensionsinvestor vil mindske eller øge sin andel af aktier som følge af skatteomlægningen. Den relativt højere skat på aktier taler for en lavere aktieandel, mens det forhold, at staten nu bærer en højere del af aktierisikoen, taler for en højere aktieandel.
- Den ny pensionsafkastbeskatningslov tilskynder i stærkere omfang velstillede personer til at eje aktier via frie midler og (korte) obligationer via pensionsmidler.
- Diskussionen i pressen om provenueneutralitet og pengemaskine i relation til den ny pensionsafkastbeskatningslov har ladet en del tilbage at ønske. Mht. *provenuneutralitet* synes det frugtbart ikke alene at inddrage afkast men også risiko, når det diskuteres, hvorvidt pensionsopsparere eller staten bliver bedre stillet ved lovændringen. Mht. *pengemaskine* er det relevante spørgsmål, om pengene vil fosse *ud af* statskassen snarere end ind i statskassen, hvis pensionsafkastbeskatningsloven gennemføres uden andre ændringer.

I artiklen betragtes kun aktier og obligationer, herunder indeksobligationer. Fast ejendom diskuteres ikke, da ændringerne kun har marginal interesse.

## De ny skatteregler og deres officielle begrundelse

Hovedindholdet i *de nye skatteregler* for afkast af pensionsmidler er:

- Fuld overgang til lagerværdibeskatning.
- Samme skattesats (15%) på al afkast af både aktier og obligationer, hvor satserne før var hhv. 5% og 26%.
- De nye beskatningsregler gælder også for 'nye' indeksobligationer.
- For 'gamle' indeksobligationer beholdes skattefrihed af indekstillaeg og rente, mens kursgevinster og kurstab beskattes efter lagerværdiprincippet.

Derudover er der en lang række mindre væsentlige regler, heriblandt en skattemæssig begunstiggelse af investering i små og mellemstore virksomheder (investering i såkaldte 'innovationsforeninger').

Udover ændringer i skatteregler sker der også en *ændring i reglerne om porteføljesammensætning* for institutionelle investorer. Hovedtanken er, at pensionskasser med store reserver skal have friere muligheder for at investere i aktier.

Argumentet for samme skattesats for aktieafkast og obligationsafkast er ifølge Skatte- og Økonomiministeriet bl.a. at *"pensionsafkastbeskatningen således ikke påvirker valget af formuesammensætning"*. Denne begrundelse kan behøve en uddybning. For den er samtidig et argument for, at privates afkast af aktier skal beskattes med samme sats som renteindtægter, i modsætning til den nuværende situation med lavere skat af aktieafkast end obligationsafkast. Men det ligger *ikke* i forslaget.

Hvis pensionskasser først og fremmest investerer i *udenlandske* aktier, er det samfundsmæssigt hensigtsmæssigt med samme skattesats for aktier og obligationer. Den danske stat har ikke glæde af, at udenlandske selskaber betaler selskabsskat i udlandet. Danmark har mest glæde af det som nation, hvis pensionskasserne maksimerer deres før-skat-afkast, alt andet lige. Det opnås ved samme skattesats på aktie- og obligationsafkast.

Hvis pensionskasser først og fremmest investerer i *danske* aktier, er der samfundsmæssigt ikke nogen grund til, at skattesatsen på aktier og obligationer skal være ens. Så skal skattesatserne være således, at den samlede beskatning (selskabsskat + pensionskat) er uafhængig af, om pensionskasser ejer obligationer direkte eller gennem et aktieselskab. På den måde opnår man, at skattesystemet ikke begunstiger fremmedkapitalfinansiering fremfor egenkapitalfinansiering. Det var begrundelsen for, at aktieafkast blev fritaget for realrenteafgift fra 1984 og fremefter.

I 1984 investerede danske pensionskasser næsten udelukkende i danske aktier, i det omfang de overhovedet investerede i aktier. Men den udenlandske andel af aktiebeholdningen er vokset år for år ud fra fornuftige porteføljeovervejelser, og inden for en overskuelig fremtid vil de fleste pensionskasser formodentlig have 3 gange så mange udenlandske aktier som danske aktier. Det skal ses i lyset af, at ultimo 1999 udgør danske børsnoterede aktier ca. 0,3% af den samlede værdi af alle børsnoterede aktier i verden.

Skattemæssig neutralitet mellem investering i obligationer og udenlandske aktier for pensionskasser er ønskelig set fra Danmarks side. Jo større andel de udenlandske aktier udgør af pensionssektorens samlede aktieportefølje, desto mere hensigtsmæssige er de nye skatteregler.

## Det mangehovedede neutralitetsbegreb

Problemet ved såkaldte 'neutralitetsargumenter' er, at der er mange forskellige definitioner af neutralitet. Spørgsmålet er: neutralitet over for hvad? I det følgende argumenteres for, at *det er umuligt at skabe et dansk skattesystem, som ikke har væsentlige neutralitetsproblemer*.

Et grundlæggende problem i vores skattesystem er, at der kæmpes en 'flerfrontskrig'; vi har en lang række ønsker om neutralitet – og enkelte eksplicite ønsker om manglende neutralitet.

- Vi vil have neutralitet mellem investering i udenlandske aktier og obligationer set fra Danmarks side. Danmark har ikke glæde af, at udenlandske selskaber betaler skat i udlandet.
- Vi vil have neutralitet mellem at være lønmodtager og drive selvstændig virksomhed i aktieselskabsform.
- Vi vil have neutralitet for danske selskaber med hensyn til valg af kapitalstruktur bl.a. for at forhindre, at skattemæssige forhold medfører moral hazard problemer.
- Vi (eller rettere Folketinget) ønsker *ikke* neutralitet mellem beskatning af pensionsmidler og frie midler. Folketinget ønsker at begunstige pensionsopsparing.
- Vi vil have neutralitet, således at en person med både pensionsmidler og frie midler ikke opmuntres til at eje en type af aktiver det ene sted og en anden type af aktiver det andet sted.

*Neutralitet i relation til udlandet mellem obligationer og udenlandske aktier* så vi på ovenfor. Det nye pensionsafkastbeskatningssystem løser problemerne med investering i udenlandske aktier for så vidt angår pensionsmidler. Det løser ikke problemet for personer med frie midler. Her er der ikke neutralitet i relation til udlandet, fordi obligationsafkast beskattes hårdere end udenlandsk aktieafkast.

*Neutralitet i beskatning af lønmodtagere og selvstændige* løser vi ved, at vi på den ene side har en selskabsskat, og på den anden side har en skat på private, hvor arbejdsindtægter beskattes hårdere end aktieafkast. Betragt to identiske personer. Den ene driver en konsulentvirksomhed uden nogen indsats af kapital, den anden er lønmodtager. Skattesystemet bør sikre, at de to betaler samme skat totalt set, hvis de har samme indtjening. Personen, der kan sælge sin arbejdsindsats for 1 million kr. om året som lønmodtager, gør den samme samfundsmæssige gavn som personen, der kan sælge sin arbejdsindsats for 1 million kr. om året som selvstændig. Den totale beskatning bør derfor være ens. Der er ingen grund til at opmuntre landets lønmodtagere til formelt at være selvstændige, der sælger deres arbejdskraft til deres hidtidige arbejdsgiver som konsulenter. Den eksisterende kombination af selskabsskat og beskatning af aktieafkast (både kursgevinster og udbytte) er relativt tæt på at skabe neutralitet, om end neutraliteten ikke er fuldstændig (det kan den i praksis aldrig være under et skattesystem med realisationsbeskatning).

*Skatteneutralitet med hensyn til kapitalstruktur* har vi ligeledes søgt at løse gennem den toleddede beskatning med dels selskabsskat, dels en lav skat på aktieafkast for private. For private har vi indrettet skattesystemet, således at der er nogenlunde neutralitet mellem direkte investering i obligationer og indirekte investering gennem et aktieselskab. Hermed søges sikret, at skattelovgivningen ikke giver et incitament til, at selskaber etableres med meget lav egenkapitalandel (idet det vil øge antallet af konkurser og skabe moral hazard problemer).

Ved direkte obligationsinvestering er skatten af afkastet ca. 59% for folk med en vis privatformue (vi går ud fra positiv kapitalindkomst og en indkomst som sikrer, at der betales højeste marginale kapitalindkomstskattesats).

Ved investering i et aktieselskab, der ejer obligationer, er afkastet efter alle skatter tilnærmelsesvis  $(1 - 0,30) \cdot (1 - 0,43) = 0,3990$ , svarende til en total effektiv skattesats på 60,1%. Man kan argumentere for, at den i realiteten bliver lavere, dels fordi kursgevinster på aktier formelt beskattes med 43% på højeste trin, men reelt beskattes lavere som følge af, at der først betales skat ved realisation, dels fordi den laveste officielle aktieindkomsts-kattesats er 28%, som er væsentlig lavere end de ovenfor omtalte 43%. Det er dog fair at konkludere, at overordnet er der en betydelig neutralitet for private med væsentlige midler og gode indkomster.

Hensynene dels til kapitalstrukturforhold, dels til forhold mellem beskatning af lønmodtagere og selvstændige, er hovedgrundene til, at vi for private har valgt at operere med et system, hvor afkast af aktier beskattes lavere end afkast af obligationer, således at den totale beskatning svarer til omkring den højeste skat af arbejdsindtægt.

Men løsningen er ufuldstændig; danske private investorer ejer kun en beskedent del af de danske børsnoterede aktier. Fysiske danske aktieindkomstbeskattede investorer ejer højst 16% af danske børsnoterede aktier. De offentlig tilgængelige oplysninger om ejerskabet af danske børsnoterede aktier er ikke af særlig god kvalitet. Danmarks Statistiks opgørelse ultimo 1999 viser, at husholdninger ejer 16,1% af samtlige aktier og investeringsbeviser, der er noteret på Københavns Fondsbørs (eksklusiv aktier udstedt af fire udenlandske selskaber). Det bemærkes:

1. Investeringsbeviser er medtaget, hvilket alt andet lige må formodes at betyde, at de 16,1% er overvurderet.
2. Egne depoter er kategoriseret under husholdninger, uanset om der er tale om frie midler eller pensionsmidler, hvilket alt andet lige betyder, at husholdningernes ejerandel er overvurderet.

Ifølge Danmarks Statistik ejer udlandet 25,3% af danske børsnoterede aktier og investeringsbeviser ultimo 1999. Ifølge Finanstilsynet ejer livsforsikringsselskaber, pensionskasser, LD og ATP 17,1% af kursværdien af (danske og udenlandske) aktier samt investeringsbeviser noteret på Københavns Fondsbørs ultimo 1999. Hertil kommer aktier i egne depoter og puljeordninger ejet via pensionsmidler i pengeinstitutter, hvis man vil estimere danske pensionsafkastbeskattede investorers ejerandel.

Danske pensionsinvestorer og udenlandske investorer vil ud fra skattemæssige argumenter foretrække, at danske selskaber organiseres med lille egenkapital og stor fremmedkapital. *Danske pensionskasser vil efter skatteændringen i væsentlig stærkere grad ønske, at danske selskaber øger gældsandelen.* Ud fra det ovenstående kan man argumentere for, at skattesystemet totalt set tilskynder til fremmedkapitalfinansiering af danske aktieselskaber.

Det er da også kendetegnende, at de ny skatteregler ser ud til at være døden for børsnoterede ejendomsaktieselskaber. Man kan tænke sig to konstruktioner: enten vælger pensionskasser at eje ejendomme direkte, eller også får de mulighed for i aktieselskaber, hvor alle aktier ejes af pensionsafkastbeskattede, at få et skattesystem som om ejendommene var ejet direkte. Pensionssektorens bud på ejendomsselskabet Norden, hvorved det største børsnoterede

ejendomsselskab forsvinder fra børsen, må ses i dette lys. Ejendomme er den eneste type erhvervsvirksomhed, hvor pensionssektoren kan vælge direkte ejerskab. De kan ikke drive anden erhvervsvirksomhed direkte.

*Begunstigelsen af pensionsopsparing fremfor fri opsparing* har været et hovedprincip i det danske skattesystem. Der har endvidere intet loft været over indbetalinger til pensionsordninger med løbende udbetalinger. Begge dele kan undre. Det oftest fremførte argument for begunstigelse af pensionsopsparing frem for fri opsparing er, at midlerne er bundne i en lang periode. Men det tilfører jo ikke i sig selv samfundet noget og er derfor ikke noget godt argument. Det eneste potentielle holdbare argument er, at folk med pensionsopsparing ikke vil trække så meget på det offentlige system som folk uden en pensionsopsparing. Dette argument er imidlertid kun holdbart op til et vist niveau. Det er ikke nogen grund til at tillade folk at indbetale flere hundrede tusinde kr. om året på skattebegünstiget pensionsopsparing. Skattebegünstiget pensionsopsparing burde derfor være begrænset opad til f.eks. 50.000 kr. om året. Der har imidlertid ikke været meget diskussion om et sådant loft hverken i den politiske eller den offentlige debat.

Det er endvidere vanskeligt at se rimeligheden i, at afkast af pensionsopsparing foretaget før 1982 skal friholdes for beskatning. Standardbegrundelsen for friholdelsen er, at man ikke kan lovgive med tilbagevirkende kraft, men dette argument er udelukkende vægtigt, hvis det er et generelt princip, Folketinget følger. Den gradvise sænkning af rentefradragsretten fra midten af 1980'erne til i dag er det vigtigste modeksempel herpå.

Det nu vedtagne skattesystem har i hvert fald to betydelige problemer i relation til størrelsen af hhv. frie midler og pensionsmidler.

- *Skattesystemet favoriserer meget klart pensionsopsparing frem for opsparing via frie midler.* For personer, der alene ønsker at eje obligationer, sker der en forøgelse af den allerede eksisterende betydelige begunstigelse af pensionsopsparing. Investor beskattes med op til 59% af renteindtægter fra obligationer ejet via frie midler, mens skatten er 15%, hvis midlerne er ejet via pensionsmidler. For personer, der alene ønsker at eje aktier, mindskes fordelene ved at eje aktier via pensionsmidler fremfor frie midler, men den er stadig væsentlig. Aktieafkast i pensionsmidler øges fra 5% til 15%, men er dog stadig mindre end de officielle aktieindkomstskattesatser på 28% og 43%. *Skattesystemet tilsiger derfor, at fysiske personer bør have placeret hele deres formue i pensionssektoren.*
- *Skattearbitrage bliver nu igen fordelagtig.* Én af de store fordele ved de tidligere skattereformer var, at det ikke kunne betale sig at 'låne penge for at spare op'. Men dette store gode er nu væk. Det kan fremover betale sig at have gæld og spare op til pension samtidig.<sup>1</sup> Renteudgifter giver et fradrag på (mindst) 32%, mens renteindtægter i pensionssektoren bliver beskattet med 15%. Ved en obligationsrente på 6% går grænsen for at

---

<sup>1</sup> Jf. ovenfor kan man derfor argumentere for, at det nu er optimalt at have placeret *mere end* 100% af sin formue i pensionsmidler.



ubegrænset lånefinansieret opsparing kan betale sig ved en lånerente på 7,5%, da  $6\% \cdot (1 - 0,15) = r\% \cdot (1 - 0,32)$   $r = 7,5\%$ . For lån med en rentemarginal under 1,5% kan lånefinansieret opsparing derfor betale sig. Rentemarginalen på obligationslån ligger væsentligt under 1,5%. Relanceringen af muligheden for at foretage skattearbitrage er mere alvorlig i dag end i begyndelsen af 1980'erne, fordi kapitalmarkedet fungerer langt bedre i dag.<sup>2</sup> Fordelen vil endda reelt typisk være lidt større, da skatten ved udbetaling af pensionsmidler i gennemsnit ligger lidt under skatten ved indbetaling (progressionsudjævning). De nu kendte skattesatser er således ikke holdbare på langt sigt. Man må derfor forvente,

- at rentefradragsretten bliver yderligere begrænset til 20-25%, og/eller
- at der kommer loft over indbetalinger til skattebegünstiget pensionsopsparing og/eller
- at pensionsafkastbeskatningen øges.

Betragt en investor som – f.eks. på grund af arv – både har betydelige frie midler og betydelige pensionsmidler. Han kan ikke uden videre flytte alle sine frie midler ind i pensionssektoren. Han skal nu overveje, hvor han skal eje hvilke aktiver.

I hvilket omfang er der neutralitet mht. 'hvor man skal eje hvad' efter indførsel af den ny pensionsafkastbeskatningslov? Nu er det analyserede problem altså ikke længere fordelingen af formuen på hhv. frie midler og pensionsmidler, men derimod hvordan man mest hensigtsmæssigt ejer finansielle aktiver (f.eks. aktier og obligationer) via to eksogent givne formuer (frie midler og pensionsmidler). Er man bedre stillet ved at eje aktier via pensionsmidler og obligationer via frie midler fremfor omvendt? Læsere, som er interesserede i konkrete detaljerede beregninger for, hvordan dette spørgsmål kan besvares ud fra en arbitrage tankegang, henvises til Parum (1999 b), mens læsere, som primært er interesseret i de basale ideer og konklusioner, henvises til Parum (1999 a). To typer af information er nødvendig for at anvende denne arbitrage tankegang: renteoplysninger fra kapitalmarkedet og skattesatser fra skattesystemet. For konkret at beregne hvor meget bedre stillet en investor bliver, kræver det oplysninger fra såvel kapitalmarkedet som skattesystemet. For alene at anvende tankegangen og vurdere 'hvor man bør eje hvad', er det som hovedregel nødvendigt at have oplysninger fra kapitalmarkedet, hvorfor visse af resultaterne derfor også er følsomme overfor rentestrukturen. Undtagelsen fra denne hovedregel er spørgsmålet om valget mellem aktier og (korte) obligationer, hvor skattesatser er tilstrækkelige til at besvare spørgsmålet. I det følgende vil vi derfor koncentrere os om denne problemstilling og vise, at *den ny pensionsafkastbeskatningslov resulterer i mindre neutralitet i relation til 'hvor man skal eje aktier' (dvs. sammensætningen af hhv. frie midler og pensionsmidler) for velstillede personer*. Det kan vises ved at betragte en person, der har både frie midler og pensionsmidler og

---

<sup>2</sup> F.eks. kan personer med fast ejendom med fordel lave skattearbitrage/balanceoppustning ved at belåne deres faste ejendom maksimalt og købe de samme obligationer via pensionsmidlerne som de selv har udstedt som privat personer. Omvendt kan man dog argumentere for, at skattefordelen ved en sådan arbitrage er så forholdsvis begrænset, at udnyttelsen i praksis viser sig at være beskedent.

som ejer både aktier og korte obligationer begge steder. Hvis han kan opnå et større afkast med 100% sikkerhed ved porteføljeomlægninger, er skattesystemet ikke neutralt.

Betragt en sådan person,<sup>3</sup> som har en marginal nettokapitalindkomstkattesats på 59% og en marginal aktieindkomstkattesats på 43%. Via pensionsmidlerne sælger personen for 1 kr. aktier og køber for 1 kr. korte obligationer.<sup>4</sup> Det vil ændre afkastet af pensionsformuen med:  $-0,85 \tilde{r}_A + 0,85 r_O$ , hvor  $\tilde{r}_A$  er det stokastiske aktieafkast, og  $r_O$  er obligationsafkastet.

Hvis han ønsker at holde sin samlede aktierisiko konstant, skal han købe for  $(0,85 / 0,57)$  kr. aktier og sælge for samme beløb (korte) obligationer via frie midler. Det ændrer afkastet af de frie midler med  $0,57 \cdot (0,85 / 0,57) \cdot \tilde{r}_A - 0,41 \cdot (0,85 / 0,57) \cdot r_O$ . Nettoændringen, når vi ser pensionsmidler og frie midler under ét, er  $0,24 \cdot r_O$ .<sup>5</sup> Til sammenligning ville nettoændringen under det gamle skattesystem være  $0,09 \cdot r_O$ . Ændringerne i skattesystem har derfor betydet, at det er blevet endnu mere fordelagtigt for velstillede personer at eje aktier via frie midler. Dette er en u hensigtsmæssig løsning, da det kræver betydeligt overblik for private at indberette aktieafkast korrekt.

*Konklusionen er, at der ikke findes et 'modsigelsesfrit' skattesystem, hvorfor man skal være varsom med at kritisere en skattereform, blot fordi der er manglende neutralitet på et eller flere områder. Omvendt er det også klart, at Skatte- og Økonomiministeriet ikke i tilstrækkeligt omfang har fremhævet ulemperne ved den nye pensionsafkastbeskatningslov i deres notat og baggrundsmateriale til pressemødet den 26. oktober 2000.*

## Hvilke pensionsopsparere har fordel af forslaget?

Den foreslåede ændring af pensionsafkastbeskatningsloven er ifølge Skatte- og Økonomiministeriet provenuneutral. En effekt af omlægningen er, at pensionskasser med mange obligationer bliver beskattet lavere, og pensionskasser med mange aktier bliver beskattet hårdere. Hvem bliver bedre stillet, og hvem bliver ringere stillet?

Det er indlysende, at pensionskasser, der alene investerer i obligationer, bliver bedre stillede; deres skat falder fra 26% til 15%. Omlægningen er derfor til gavn for de pensionskasser/livsforsikringselskaber, som på grund af små frie reserver er tvungne til at investere i obligationer på grund af deres pensionstilsagn. Set i lyset af debatten om pensionskassernes mulige problemer med at opfylde deres pensionstilsagn er det tale om en omlægning, der er til utvetydig gavn for de mest 'pressede' pensionskasser. Risikoen for, at

---

<sup>3</sup> Det kan være naturligt, hvis man ønsker at have disponibel kapital, eller det kan opstå, fordi man simpelt hen ikke har mulighed for at få sin al sin fri kapital ind i pensionssektoren (har man tjent et par millioner kr. på medarbejderaktier eller fået den som arv, tager det en del tid at få dem ind i pensionssektoren, selv om man opsparer en meget stor del af sin løn som ratepension).

<sup>4</sup> Korrigeret for, at der er tale om ubeskattede midler, dvs. svarende til ca. 2,5 kr.

<sup>5</sup> For en uddybning henvises til Parum (1999 b).

pensionskasser ikke kan opfylde deres forpligtigelser uanset investeringspolitik er nu faldet betydeligt. Hvis vi går ud fra en pensionskasse helt uden frie reserver, som derfor kun investerer i obligationer, og som har lovet en rente på 4,5% p.a., ville den med en skattesats på 26% få problemer, hvis obligationsrenten før skat på langt sigt nåede under  $(4,5 / 0,74 =)$  6,1%. Nu opstår problemerne først, når før skat renten kommer under  $(4,5 / 0,85 =)$  5,3%, dvs. pensionskasserne kan tåle en 0,8 procentpoint lavere rente end før omlægningen. *Skatteændringen mindsker ganske væsentligt sandsynligheden for, at der er pensionskasser/livsforsikringselskaber, der ikke kan opfylde deres pensionstilsagn. Det er vel reelt et hovedargument (måske endda hovedargumentet) for skatteomlægningen.*

Udvalgte dele af erhvervspressen og pensionssektoren har været ganske aktive i deres kritik af regeringens såkaldt provenuneutrale forslag og foretaget beregninger baseret på obligationsafkast, merafkast af aktier i forhold til obligationer samt aktieandel, der efter deres egen vurdering viser, at der er tale om en pengemaskine for staten. Skatteministeriet og Økonomiministeriet har løbende forsøgt at forsvare deres udmelding om provenuneutralitet, og at pensionsopparere kun i meget få tilfælde bliver ringere stillet med udgangspunkt i egne beregninger baseret på obligationsafkast, merafkast af aktier i forhold til obligationer samt aktieandel.

Baseret på antagelser om en obligationsrente på 7% og et før-investorskat merafkast af aktier i forhold til obligationer på 2 procentpoint konkluderer Økonomiministeriet (2000):

*"For næsten alle pensionsopparere vil efter-skat afkastet af pensionsopparingen stige med de nye skatteregler, jf. boks 3.2, når aktier giver et højere afkast end obligationer. Det skyldes kombinationen af lavere afkastskat af obligationer og indførelsen af et mere fleksibelt aktieloft." Økonomiministeriet (2000) s. 88*

Beregningerne i Økonomiministeriets boks 3.2 viser (Økonomiministeriet antager, at skatte- og placeringsreglerne er en pakkedløsning):

- *"Pensionsopparere med en lav aktieandel vil få et højere efter-skat afkast af pensionsopparingen med de nye skatteregler pga. den lavere beskatning af obligationsafkast.*
- *Pensionsopparere med en ønsket aktieandel mellem 47 og 53 pct. vil få et lavere efter-skat afkast med de nye skatteregler.*
- *Pensionsopparere, der ønsker en aktieandel over 53%, vil få et højere efter-skat afkast." Økonomiministeriet (2000) s. 89*

Sat på spidsen finder vi ikke, at de ovenstående omtalte beregninger og den heraf følgende diskussion om provenuneutralitet er videre interessant, fordi der alene fokuseres på afkast, mens spørgsmålet om risiko er ignoreret. Formelt kan man måske tale om provenuneutralitet, for staten får det samme forventede provenu, *men staten påtager sig en større risiko, fordi det forventede*

*provenu afhænger af aktiekursudviklingen.* Det er banalt, at regeringen ved at optage udlandslån og investere provenuet i udenlandske aktier kan opnå et positivt forventet nettoafkast, da aktier giver et højere forventet afkast end obligationer. De færreste vil af den grund mene, at det er en god ide, at staten foretager sådanne transaktioner. Provenu er uinteressant, hvis man ikke samtidig inddrager risikodelingen.

Et andet problem med de ovenstående beregninger er, at det er ganske vanskeligt at vurdere det forventede merafkast ved at investere i aktier fremfor obligationer.<sup>6</sup> Den øgede globalisering kombineret med en vis 'home bias' gør ikke dette lettere.

Vi vil derfor argumentere for, at et mere relevant spørgsmål er, hvor stor en aktieandel en pensionsopsparer skal have, for at han er indifferent mellem de gamle skatte- og placeringsregler og de nye.

Der er ikke noget simpelt svar på ovenstående spørgsmål. Eller rettere, der er adskillige mere eller mindre simple svar, men de fortæller langt fra hele sandheden. Det er således vanskeligt at opstille en præcis fyldestgørende beregning, der giver et entydigt svar på ovenstående spørgsmål. Et langt stykke hen ad vejen vil vi dog argumentere for, at det reelt er pensionsopsparerne, der har trukket 'det længste strå', dvs. at pensionsopsparerne er blevet bedre stillet.

### **Den enkleste model (Økonomiministeriets og pensionskassernes model)**

Vi betragter en pensionskasse, der kun har aktier og nominalobligationer, og ser bort fra indeksobligationer og fast ejendom. Vi antager endvidere, at markedsværdiprincippet er fuldt gennemført.

Den enkleste metode til at vurdere, om en pensionsopsparer tjener eller taber på omlægningen er at tage udgangspunkt i et givet obligationsafkast, f.eks. 6% og antage et forventet merafkast af aktier i forhold til obligationer, f.eks. 2 procentpoint. Vi kan herefter opstille en ligning for den aktieandel  $a$ , der resulterer i uændret efter skat afkast for pensionsopspareren. Vi får:

$$a \cdot (r + 0,02) \cdot (0,15 - 0,05) = (1 - a) \cdot r \cdot (0,26 - 0,15),$$

hvor  $r = 6\%$ .

Venstresiden er forøgelsen i forventet skat på aktieafkastet, og højresiden er nedsættelsen i skat på obligationsafkastet. Ved en aktieandel på 45,2% er der tale om neutralitet. Den enkleste model viser derfor, at hvis mindre end 45% af pensionsmidlerne er placeret i aktier, bliver man begunstiget ved omlægningen, mens man bliver ringere stillet ved omlægningen, hvis man har placeret mere end 45% i aktier.

Man kan så diskutere, om ovenstående estimater af obligationsafkast og merafkastet af aktier i forhold til obligationer på 2 procentpoint er retvisende. Tabel 1 viser følsomheden overfor de valgte forudsætninger.

---

<sup>6</sup> Jf. Parum (1999 c).

Tabel 1 Følsomhedsanalyse vedrørende neutralitet i den enkleste model

Obligationsrente	Før-investorskat merafkast af aktier i forhold til obligationer	Hvor stor må aktieandelen højst være, for at pensionsopspareren ikke er ringere stillet?
4%	2%	42,3%
5%	2%	44,0%
6%	2%	45,2%
7%	2%	46,1%
8%	2%	46,8%
Obligationsrente	Før-investorskat merafkast af aktier i forhold til obligationer	Hvor stor må aktieandelen højst være, for at pensionsopspareren ikke er ringere stillet?
6%	0%	52,4%
6%	1%	48,5%
6%	2%	45,2%
6%	3%	42,3%
6%	4%	39,8%
6%	5%	37,5%

Beregningerne er langt mere følsomme overfor antagelsen om forskellen i forventet afkast end om niveauet for de forventede afkast. Historisk har merafkastet af aktier i forhold til obligationer været større end 2 procentpoint i Danmark (for slet ikke at tale om USA), men det er svært at argumentere for rimeligheden af et merafkast på 5 – 6 procentpoint i en teoretisk model.

### Arbitragemodellen

Den ovenstående model er for simpel. Aktieandelen er ikke uafhængig af skattereglerne. Et alternativt udgangspunkt er, at pensionsinvestoren ønsker et bestemt risikoniveau målt på efter-investorskat basis. Tanken er, at en skatteomlægning er neutral eller til gunst for skatteyderen, hvis han gennem en porteføljeomlægning mindst kan opnå samme kombination af forventet afkast efter skat og risiko efter skat, som han havde lagt sig på af egen fri vilje før skattelovsændringen.

Lad os tage udgangspunkt i forudsætningerne fra den enkleste model, der viste neutralitet ved en aktieandel på 45,2%. Det er let at vise, at en investor, der har haft 45,2% af pensionsformuen i aktier, bliver begunstiget ved skatteomlægningen. Han kan ved at øge aktieandelen fra 45,2% til  $(45,2\% \cdot 0,95 / 0,85 = )$  50,5% med 100% sikkerhed få et større afkast efter skatteomlægningen end han fik før.

Hvis vi kalder aktieafkastet for  $\tilde{r}_A$ , så vil investors totale afkast efter skat ved en aktieandel på 45,2% før omlægning være:

$$0,95 \cdot (0,452) \cdot \tilde{r}_A + 0,74 \cdot (1 - 0,452) \cdot 0,06 = 0,4295 \cdot \tilde{r}_A + 0,0243$$

hvor første led er aktieafkastet efter skat og andet led er obligationsafkastet efter skat. Efter de nye skatteregler og omlægningen af porteføljen vil afkastet være:

$$0,85 \cdot (0,95 / 0,85) \cdot (0,452) \cdot \tilde{r}_A + 0,85 \cdot (1 - (0,452 \cdot 0,95 / 0,85)) \cdot 0,06 = \\ 0,4295 \cdot \tilde{r}_A + 0,0252$$

hvilket er ca. 0,1 procentpoint højere.

Hvor stor en aktieandel skal en pensionsopsparer have, for at han er indifferent mellem de gamle skatte- og placeringsregler og de nye, hvis investor foretager en porteføljeomlægning, der sikrer uændret risiko? Aktieandelen skal være 52,4% før omlægningen (og 58,5% efter omlægningen), hvilket kan indses således.

Tag udgangspunkt i en ukendt aktieandel  $a$ , og antag at investor omlægger porteføljen efterfølgende, så den totale risiko er uændret. Beregn hvor stor  $a$  skal være for at den pågældende investor er neutral over for omlægningen. Vi får ligningen:

$$a \cdot \tilde{r}_A \cdot 0,95 + (1 - a) \cdot 0,06 \cdot 0,74 = a \cdot (0,95 / 0,85) \cdot \tilde{r}_A \cdot 0,85 + (1 - (a \cdot 0,95 / 0,85)) \cdot 0,06 \cdot 0,85$$

hvor venstresiden er afkast efter skat før skatteregel- og porteføljeændring, og højresiden er afkast efter skat efter skatteregel- og porteføljeændring.

De stokastiske led netter ud, og vi får én ligning med én ubekendt (uafhængig af antagelsen om renteniveauet). Løsningen er  $a = 0,11 / 0,21$ , svarende til en aktieandel før omlægning på 52,4% og en aktieandel på 58,5% efter omlægning.

Alle pensionsinvestorer med en aktieandel under 52,4% bliver således begunstigede af skatte- og placeringsomlægningen, idet vi kan finde en portefølje, der med 100% sikkerhed giver dem et større afkast efter skat under de nye regler, end deres oprindelige portefølje gav under de gamle regler.

De gamle placeringsregler gav de institutionelle pensionsinvestorer mulighed for at have placeret op til 50% af formuen i aktier.

*Hvis man betragter skatte- og placeringsreglerne som en uadskillelig pakkelse, kan man derfor entydigt konkludere, at ingen institutionel pensionsinvestor isoleret set er blevet ringere stillet.*

Hvis man opfatter skatte- og placeringsreglerne som to helt separate størrelser, kan vi ud fra de ovenstående analyser ikke afvise, at institutionelle pensionsinvestorer, som ønskede at udnytte ændringen i placeringsreglerne til at opnå en større aktieandel, rammes af ændringen i skattereglerne.

Vi kan heller ikke a priori afvise, at investorer med pensionsordninger i pengeinstitutter, der ikke har aktieloft (kapitalpensions-, ratepensions- og selvpensioneringsordninger) er blevet ringere stillet af skatteændringen. Det er derfor relevant at se nærmere på disse ordningers aktivstruktur.

Ifølge Finanstilsynet var det samlede indestående på de tre ordninger 196 mia. kr. ultimo 1999, hvoraf de 37% var placeret i puljeordninger, 18% i kontante indskud og 45% i depoter. I den store sammenhæng er aktivstrukturen for pensionspuljer i pengeinstitutter ultimo 1999 således: 13% er placeret i indeksobligationer, 42% i aktier og 39% i obligationer. Dette er aggregerede tal og gælder derfor naturligvis ikke for den enkelte investor, men den gennemsnitlige investor er blevet bedre stillet af skatteændringen. Der eksisterer ikke offentlig tilgængelige oplysninger om depoters aktivstruktur.

### Den 'sande' model

I dette afsnit vil vi se på, hvor stor investors aktieandel skal være før skatteændringen for at hans *nytte* ikke påvirkes af skatteændringen, hvilket er en ganske hensigtsmæssig neutralitetsdefinition.

Vi antager indledningsvist

1. at den risikofrie før-investorskat obligationsrente er 6%,
2. at markedsporteføljen har et forventet før-investorskat afkast på 8% med en standardafvigelse på 20%,
3. at såvel aktie- som obligationsafkast er eksogent givet ('bestemt fra udlandet') og
4. at alene middelværdi og varians er relevant.<sup>7</sup>

Hvordan vil pensionsinvestors efficiente sæt se ud før gennemførelse af den nye pensionsafkastbeskatningslov i en figur med standardafvigelse ud ad den vandrette akse og forventet afkast ud ad den lodrette akse, hvor alt er målt efter investorskat?

'Standard' porteføljeteori argumenter resulterer i 'two-fund separation', hvor der er en entydig markedsbestemt ligevægtspris på risiko. Hældningen på pensionsinvestors efficiente sæt viser markedsprisen på risiko (= risikopræmie pr. enhed risiko). I ligevægt er prisen på risiko bestemt uafhængigt af pensionsinvestors afkast-risiko præferencer. Beslutningstagere kan benytte den markedsbestemte ligevægtspris på risiko uafhængig af investorernes præferencer. Alle investorer vil være enige om prisen på risiko, selvom de har forskellige grader af risikoaversion.

Pensionsinvestors efficiente sæt før skatteændringen er lineært og går igennem punkterne (0%, 4,44%) og (19%, 7,60%). Sammenhængen mellem risiko og afkast vil have følgende udseende:

$$E(r_p) = r_o + \frac{E(r_M) - r_o}{\sigma(r_M)} \sigma(r_p)$$

<sup>7</sup> I arbitrageanalyserne er der ikke foretaget fordelingsmæssige antagelser.

hvor  $r_0 = 4,44\%$ ,  $E(r_M) = 7,60\%$ , og  $\sigma(r_M) = 19\%$  indsættes og giver

$$E(r_p) = 0,0444 + \frac{0,0760 - 0,0444}{0,1900} \sigma(r_p) = 0,0444 + \frac{0,0316}{0,1900} \sigma(r_p) = 0,0444 + 0,1663 \sigma(r_p)$$

Den optimale portefølje afhænger af, hvor (den risikoaverse) pensionsinvestors indifferenskurver tangerer det efficiente sæt.

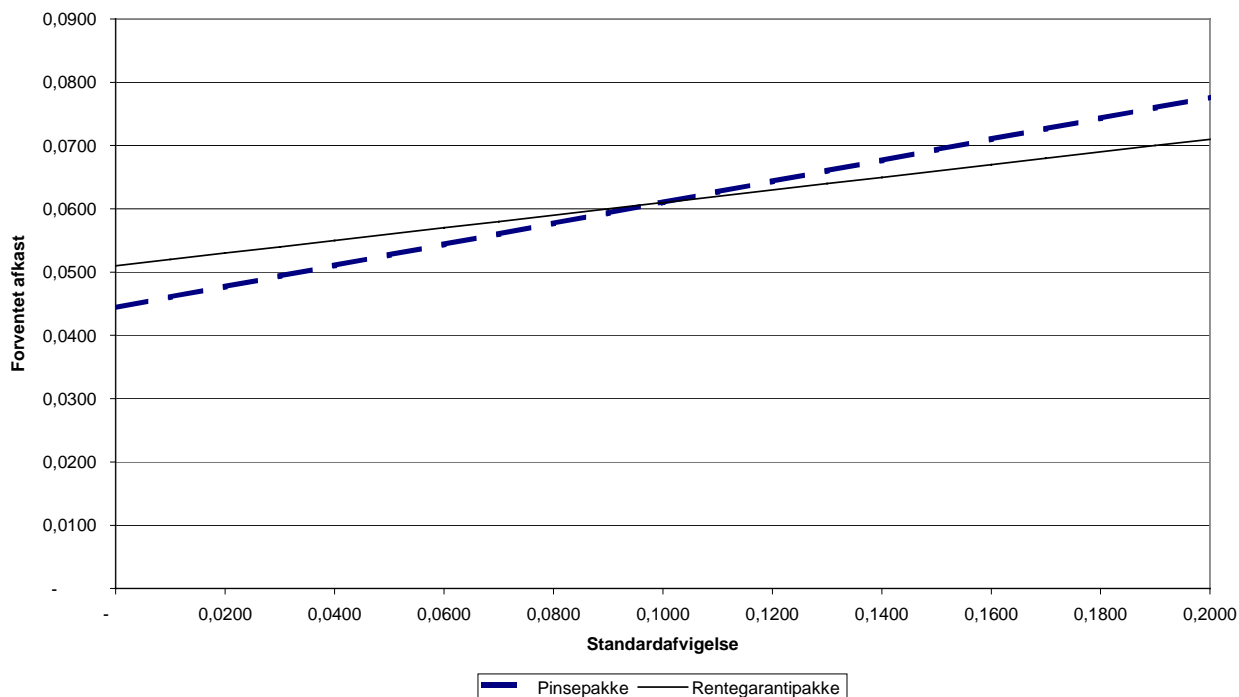
Hvilke konsekvenser har indførelsen af den nye pensionsafkastbeskatningslov? For det første øges  $r_0$  fra 4,44% til 5,10% som følge af sænkningen af obligationsafkastbeskatningen. Det nye efficiente sæt går derfor gennem (0%, 5,1%). Alt andet lige betyder dette, at hældningen på det efficiente sæt bliver mindre. For det andet mindskes såvel markedsporteføljens forventede efter investorskat afkast som markedsporteføljens risiko som følge af øgningen af aktieafkastbeskatningen. Grafisk flytter markedsporteføljen mod sydvest til punktet (17%, 6,80%). Alt andet lige betyder dette også, at hældningen på det efficiente sæt bliver mindre. Vi får følgende efficiente sæt efter ændringerne i skattereglerne:

$$E(r_p) = 0,0510 + \frac{0,0680 - 0,0510}{0,1700} \sigma(r_p) = 0,0510 + \frac{0,0170}{0,1700} \sigma(r_p) = 0,0510 + 0,1000 \sigma(r_p)$$

Skæringspunktet (afkastet af det risikofrie aktiv) er øget fra 4,44% til 5,10%, mens hældningskoefficienten (markedsprisen på risiko) er faldet fra 0,1663 til 0,1000. Figur 1 viser pensionsinvestors lineære efficiente sæt under de to alternative danske skattesystemer.



Figur 1 Pensionsinvestors efficiente sæt under alternative danske skattesystemer



De to kurver skærer hinanden i punktet (9,95%, 6,10%), hvilket er i overensstemmelse med analyserne fra forrige afsnit. Under pinsepakken vil en pensionsinvestor med en optimal aktieandel på 52,4% af formuen have en portefølje med en standardafvigelse på 9,95% og et forventet afkast på 6,10%. Under de foreslåede skatteregler kan investor opnå nøjagtig samme afkast-risiko kombination ved at vælge en aktieandel på 58,5%. Den højere aktieandel er en konsekvens af, at staten tager såvel en større andel af det forventede afkast som risikoen. Hvis investor derfor har ønske om at have et bestemt risikoniveau (uafhængigt af det risikofrie aktivs afkast og prisen på risiko), må han øge aktieandelen.

Hvilken af de efficiente porteføljer er optimal? Det afhænger af formen på investors indifferenskurver.

Vi har via arbitrageargumenter vist, at en pensionsinvestor, som under de gamle skatteregler højst havde en aktieandel på 52,4% via en porteføljeomlægning har *mulighed* for at opnå nøjagtig samme risiko og mindst det samme afkast efter indførelse af den nye pensionsafkastbeskatningslov. Men pensionsinvestor er ikke *tvunget* til at udnytte denne mulighed. Vi må per definition gå ud fra, at den portefølje, som pensionsinvestor havde før skatteomlægningen, var optimal. Ellers ville pensionsinvestor ikke have haft den pågældende portefølje. 'Standard' porteføljeteori tilsiger, at når det efficiente sæt (og dermed prisen på risiko) ændres, så vil investors optimale portefølje oftest have en anden mængde risiko (standardafvigelse).

*Vi kan intet sige om, hvorvidt en rationel pensionsinvestor vil mindske eller øge sin andel af aktier som følge af skatteomlægningen. Den relativt højere skat på aktier taler for en lavere aktieandel, mens det forhold, at staten nu bærer en højere del af aktierisikoen, taler for en højere aktieandel. Størrelsen af den aktieandel, der sikrer neutralitet, afhænger af pensionsinvestors afvejning af forventet afkast og risiko.*

Hertil kommer et andet forhold. De ændrede skatteregler nødvendiggør en mindre reserve i pensionskasser, og de tør derfor løbe større risici. Antag f.eks. at en pensionskasse ved de hidtidige skatteregler var nødt til at gå over til 100% obligationer, når reserverne kom ned under 8%, fordi obligationsrenten efter skat var under den lovede rente. Med den lavere skat kan den klare sig med en lavere reserve og alligevel ved et givet renteniveau opfylde sine forpligtelser. Det taler for, at pensionskasser vil øge aktieandelen (rent bortset fra de reguleringsmæssige regler med hensyn til maksimal aktieandel, der også bliver foreslået ændret).

De ovenstående analyser og beregninger understreger, hvor forsigtig man skal være med at operere med en betegnelse som 'provenuneutral' eller med at tillægge provenuneutralitet speciel vægt.

## Pensionsafkastbeskatning og prisdannelsen på indeksobligationer

Den 17. december 1982 vedtog Folketinget lov om midlertidig formueafgift af visse pensionskapitaler mv. Ifølge lovforslaget skulle afkast af indeksobligationer ikke indgå i afgiftsgrundlaget.

Til og med den 9. december 1982 blev indeksobligationer med udløb i 2020 handlet til kurs ca. 55. I løbet af de følgende fire handelsdage steg kursen til knap 80 eller med andre ord en stigning på 45%.

Det i år 2000 fremsatte skatteforslag ændrer ikke skattereglerne for 'nye' indeksobligationer, dvs. indeksobligationer udstedt efter 1. januar 1999. For indeksobligationer udstedt før dette tidspunkt indføres ret komplicerede skatteregler. Indekstillæg og renter er stadig skattefri. Derimod indføres 15% skat af kursændringer på indeksobligationer efter lagerværdiprincippet. For at kompensere for, at ejerne allerede har regnet med, at indfrielsesgevinster var skattefri, indføres et særligt fradrag for indeksobligationsejere, når deres indeksobligationer bliver indfriet. De får et fradrag svarende til forskellen mellem kurs 100 og kursen 1. september 2000. Fradraget får de uanset om de ejede indeksobligationen 1. september eller ej. I den store sammenhæng er der tale om ubetydelige beløb.

I det store og hele er der tale om, at skattefriheden beholdes for 'gamle' indeksobligationer. Den logiske følge af pensionsafkastbeskatningsforslaget er et fald i indeksobligationskursen, fordi alternativet – almindelige obligationer – nu bliver beskattet væsentligt lavere end tidligere. Det modsvarer, at kursen på indeksobligationer steg i 1982, da man annoncerede at ville beskattede alternativet, nemlig de almindelige obligationer. Det interessante er, at kursfaldet på 'gamle'

indeksobligationer på omkring 4% denne gang fandt sted over en måned før, at forslaget blev fremsat den 26. oktober 2000, hvilket indikerer, at det ikke var en hemmelighed for sektoren, hvad forslaget ville gå ud på, jf. Grosen (2000). Det er da reelt også indrømmet ved, at den 'indgangskurs', man har valgt for 'gamle' indeksobligationer er 1. september 2000 og ikke dagen for offentliggørelse af forslaget om ny pensionsafkastbeskatningslov (26. oktober 2000).

## Pensionsafkastbeskatningens næsten cirkulære udvikling

Man kan have det synspunkt, at i relation til pensionsafkastbeskatningen har der været tale om en meget stor omvej fra tiden før 1982, da pensionsinvestorer var skattefrie af al afkast både fra aktier og obligationer, til at der i dag foreslås en skat på 15% af al afkast, hvad enten der er tale om udbytte, kursgevinster eller rente, opgjort efter det mest simple af alle principper, nemlig lagerværdiprincippet. Umiddelbart synes det som om, at det burde have været muligt at nå til denne relativt beskedne forøgelse af skatten på en mere simpel måde, end tilfældet har været, jf. udviklingen i pensionsafkastbeskatningen de sidste 20 år, hvor

- beskatningen af renteafkast har varieret mellem 15% og 57% og
- beskatningen af aktier mellem 0% og 15%.

Fra 1988 blev der indført loft over realrenteafgiften, og i 1998 vedtog man at ændre realrenteafgiften til en 26% skat og indføre en aktieafkastskat på 5%.

Men dette synspunkt er næppe helt rimeligt. Det er forståeligt, at man i 1982 anlagde den betragtning, at pensionskasser fortrinsvis ville investere i danske aktier, og at realrenteafgiftsfritagelse var rimeligt, selskabsskattesatsen taget i betragtning. Fritagelsen for realrenteafgift af indeksobligationer var derimod et udtryk for datidens ønske om at 'maskere' den sande situation, nemlig et højt reelt skattetryk og store offentlige tilskud til den almennyttige sektor. Skattefrihed for indeksobligationer fjernede både en indtægt og en udgift fra statens regnskab. Det mindskede det formelle skattetryk og gjorde tilskuddene til den almennyttige sektor mindre synlige. Det må ses som et af de store fremskridt de senere år, at der fra Folketingets/regeringens side er lagt vægt på at skabe klarere og mere gennemskuelige statsregnskaber.

## Sammenfatning og konklusion

Alle efterlyser et simpelt og retfærdigt skattesystem, der ikke giver anledning til forvridninger eller rent skattemæssigt betingede transaktioner. Men et sådant findes ikke. Kritik af

skattereformer, der tager udgangspunkt i, at skattesystemet efter reformen stadig ikke er neutralt, er derfor ret meningsløs.

Der er især tre forhold, der gør det umuligt at skabe det retfærdige og simple skattesystem.

- Frie internationale kapitalbevægelser.
- For selvstændige er det vanskeligt eller rettere umuligt at adskille kapitalafkast og arbejdsindkomst.
- Markedsværdibeskatning af aktieafkast virker kun godt for børsnoterede selskaber og er problematisk for unoterede virksomheder.

Vores skattesystem er stadig problematisk på mange områder. Reformen opmuntrer f.eks. til lånefinansieret pensionsindbetaling. Man skal derfor være forsigtig med at tro, at skattesystemet nu har fundet en 'god ligevægt', og at der derfor ikke vil ske væsentlige ændringer de nærmeste år. For låntagere i almindelighed – og husejere i særdeleshed – kan der være grund til at forvente, at skattefradraget vil blive sat yderligere ned de kommende år, fordi de nuværende 32,5% giver mulighed for skattearbitrage. Fjernelse af denne mulighed kræver formodentlig en nedsættelse i skattebesparelsen på renteudgifter fra de nuværende 32,5% til 20 – 25%.

Hvis vi ser på den enkelte investor, vil vi fremhæve tre konklusioner:

- Det gælder om at få så meget kapital som muligt ind på pensionsordninger, selv hvis man har negativ kapitalindkomst og skal optage realkreditlån for at gøre det. Sålænge lånerenten efter kapitalindkomstskat er under obligationsrenten efter pensionsafkastbeskatning vil det som hovedregel være fordelagtigt at lave denne form for balanceoppustning.
- Hvis man betragter skatte- og placeringsreglerne som en uadskillelig pakkedløsning, kan man entydigt konkludere, at ingen institutionel pensionsinvestor isoleret set er blevet ringere stillet ved gennemførelse af den ny pensionsafkastbeskatningslov. Hvis man opfatter skatte- og placeringsreglerne som to helt separate størrelser, kan vi ikke afvise, at institutionelle pensionsinvestorer, som ønskede at udnytte ændringen i placeringsreglerne til at opnå en større aktieandel, rammes af ændringen i skattereglerne. Vi kan heller ikke afvise, at investorer med pensionsordninger i pengeinstitutter, der ikke har aktieloft, er blevet ringere stillet af skatteændringen. Vi kan intet sige om, hvorvidt en rationel pensionsinvestor vil mindske eller øge sin aktieandel som følge af skatteomlægningen. Den relativt højere skat på aktier taler for en lavere aktieandel, mens det forhold, at staten nu bærer en højere del af aktierisikoen, taler for en højere aktieandel.
- Den ny pensionsafkastbeskatningslov tilskynder i stærkere omfang velstillede personer til at eje aktier via frie midler og (korte) obligationer via pensionsmidler.

## Litteraturfortegnelse

- Danmarks Statistik, 2000. *Sektor- og branchefordeling af børsnoterede aktier mv. ultimo 4. kvartal 1999. Penge- og kapitalmarked 2000:5.*
- Finanstilsynet, 2000 a. *Hovedtal fra Finanstilsynet 1999.*
- Finanstilsynet, 2000 b. *Pengeinstitutter. Statistisk materiale 1999.*
- Grosen, A., 2000. Insiderviden og finansiel lovgivning. *FINANS/INVEST 7/00.*
- Møller, M. & C. Parum, 1999. 20 års skattereformer. Den lange vej mod sund fornuft. *FINANS/INVEST 6/99.*
- Parum, C., 1999 a. Frie midler og pensionsmidler. Incitamentsstrukturen ved starten af det nye årtusinde. *FINANS/INVEST 6/99.*
- Parum, C., 1999 b. *FRIE MIDLER OG PENSIONSMIDLER. Kapitalmarkedets og skattesystemets incitamentsstruktur ved starten af det nye årtusinde.* WP 99 – 3. Institut for Finansiering. Handelshøjskolen i København.
- Parum, C., 1999 c. Historisk afkast af aktier og obligationer i Danmark. *FINANS/INVEST 3/99.*
- Økonomiministeriet, 2000. *Økonomisk Oversigt, december 2000.*

Herudover er anvendt diverse avisartikler, lovforslag samt baggrundsmateriale fra Skatte- og Økonomiministeriet

## Bilag. Indeksobligationer

I september 2000 faldt de længste 'gamle' indeksobligationer med ca. 4%, sandsynligvis som følge af rygter om indholdet af den ny pensionsafkastbeskatningslov, jf. bl.a. Grosen (2000).

Lovgiver har indirekte indrømmet dette gennem overgangsreglerne for indeksobligationer, der tager udgangspunkt i kursniveauet 1. september, hvilket er relativt tidligt i forhold til lovforslagets offentliggørelse 26. oktober.

Lovgivningen om indeksobligationers skatteforhold fremadrettet er ret komplicerede. I bemærkningerne til "Forslag. Lov om ændring af pensionsafkastbeskatningsloven, kursgevinstloven og selskabsskatteoven", s. 13 er redegjort for regelændringerne.

- Rente og indekstillæg vil fortsat være skattefrit.
- Det foreslås rent teknisk at ophæve skattefritagelsen af gevinster og tab på indeksobligationer udstedt før 1999 med virkning fra og med 2001. Handelsværdien 1. september 2000 bliver indgangskursen.
- Beskatningen sker ud fra lagerprincippet.

Ophævelsen indebærer, at kurstab i år 2000 i forhold til indgangskursen 1. september kan fradrages i 2001 (dog kun med 15%, hvilket giver en skatterabat på 15% af 4%, eller ca. 0,5%, svarende til en kompensation på 1/8 af kurstabet ejerne af 'gamle' indeksobligationer har oplevet op til fremsættelsen af lovforslaget).

For at undgå utilsigtet beskatning af hidtil forventede kursændringer (med andre ord for at gøre kursstigning til udtrækning skattefri) foretages ekstra korrektion i det år, hvor indeksobligationen udtrækkes, hvor ejeren af indeksobligationen får et skattefradrag på forskellen mellem pari og indgangskursen september 2000.

I den store sammenhæng er det småpenge, vi taler om, da kurserne er relativt tæt på pari (de laveste er omkring 94 og mange er omkring 100).

Bemærk specielt: En 'gammel' indeksobligation vil som følge af skattereglerne have en kurs umiddelbart før udtrækning, som ligger over 100, hvilket kan indses således.

Betragt en indeksobligation, der 1. september 2000 havde en kurs på 96. Holdingafkastet over 1 dag skal være tilnærmelsesvis 0.

$$\text{Afkast: } - (Kurs - 100) \cdot 0,85 + (100 - 96) \cdot 0,15 = 0 \quad (Kurs - 100) = 0,6 / 0,85 = 0,7.$$

Der er et kurstab efter skat på  $(Kurs - 100) \cdot 0,85$ , ved at købe indeksobligationen umiddelbart før udtrækning og få den indfriet til kurs 100. Der er til gengæld en skattefradragsgevinst på  $(100 - 96) \cdot 0,15$  ved at eje obligationen, når den bliver indfriet.

Ligevægt kræver, at den 'gamle' indeksobligation ved de givne forudsætninger handles til en kurs på ca. 0,7 over 100 umiddelbart før udtrækning.

Mere konkret er ligevægtsoverkursen =  $(100 - \text{Kurs}_{\text{SEPT}}) \cdot 15 / 85$ , hvor  $\text{Kurs}_{\text{SEPT}}$  er den 'gamle' indeksobligations kurs 1. september 2000.