

## Aktieafkastbeskatning og placeringsregler for pensionselskaber.

### Resumé:

*Papiret viser udviklingen i aktieafkastbeskatningen for personer og pensionselskaber, samt udviklingen i placeringsreglerne for pensionselskabernes investeringsporteføljer.*

---

Jan

Nøgleord: placeringsregler, aktieafkastbeskatning.

*Modelgruppepapirer er interne arbejdsrapporter. De konklusioner, der drages i papirerne, er ikke endelige og kan være ændret inden opstillingen af nye modelversioner. Det henstilles derfor, at der kun citeres fra modelgruppepapirerne efter aftale med Danmarks Statistik.*

## 1. Overordnet udvikling i aktieafkastbeskatning og placeringsregler.

Reguleringsmæssige indgreb har løbende påvirket aktivers relative efter-skat afkast, og meget groft kan tre perioder identificeres, jf. tabel 1.1:

1. 1982-1988: i 1982-1984 substitueres aktier gennem realrenteafgiften, afhjælpning af dobbeltbeskatning af udbytte, samt skattefritagelse af aktieavancer hvis ejertiden er mindst 3 år. Kapitalindkomstskattesatsen øges.
2. 1989-1993: lavere udbyttebeskatning men skattegodtgørelsen frafalder. Favoriseringen af aktieplaceringer ændres ikke væsentligt, og kapitalindkomstskatten er næsten konstant.
3. 1994-2003: harmonisering af beskatningen af forskellige aktiver. Aktieafkast kun skattefrit hvis aktieformuen er under progressionsgrænsen. Fordele ved pensions- ift. individuel opsparing mindskes, og det samme gælder skattefordelen ved aktieplaceringer.

**Tabel 1.1. Historisk udvikling i aktieafkastbeskatning og placeringsregler.**

År.	Ændring.
1982	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Udbyttebeskatningen af aktier lempes for at undgå dobbeltbeskatning (+). Udbyttebeskatningen er stigende frem til 1990.</li> <li>• Avancer på aktier er skattefrie hvis ejertiden er mindst tre år (+).</li> <li>• Kapitalindkomstbeskatningen stiger frem til 1987, hvilket gør aktier endnu mere attraktive.</li> <li>• Beskatning af pensionsafkast med 2,5 %.</li> <li>• Stadig relativt strikse begrænsninger på pensionssekskabers placeringsmuligheder i aktier: mindst 85 % / max 20 %.<sup>a)</sup></li> </ul>
1984	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Realrenteafgiften indføres (+).</li> <li>• Placeringsregler lempes: mindst 75 % / max 20 %.<sup>a)</sup></li> </ul>
1988	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Placeringsregler lempes: mindst 60 % / max 25 %.<sup>a)</sup></li> </ul>
1991	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sænkning af udbyttebeskatningen (+).</li> <li>• Udbyttebeskatningen favoriserer danske aktier (+).</li> <li>• Indførsel af aktieindkomstskat. Højere end tidligere aktiebeskatning hvilket sænker aktieprisen, men stadig lavere end kapitalindkomsten, hvilket øger den. Spændet mellem de to satser mindskes over årene (-).</li> </ul>
1994	<ul style="list-style-type: none"> <li>• For aktier ejet mindst tre år indføres beskatning af avancen hvis den samlede aktiebeholdning overstiger progressionsgrænsen (-).</li> <li>• Placeringsregler lempes: mindst 60 % / max 35 %.<sup>a)</sup></li> </ul>
1995	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Placeringsregler lempes: max 40 % / max 35 %.<sup>b)</sup></li> </ul>
1998	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Placeringsregler lempes: max 50 % / max 50 %.<sup>b)</sup></li> <li>• Realrenteafgiften afskaffes: aktie- og obligationsafkast placeret i pensionskasser beskattes med hhv. 5 og 26 %. Satserne harmoniseres frem mod 2001, hvorefter de begge er 15 %.</li> <li>• Ved direkte placering har aktier stadig skattefordel ift. obligationer.</li> </ul>
2001	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Placeringsregler lempes: max 70 % / max 70 %.<sup>b)</sup></li> </ul>

a) Mindst X % / max Y % skal tolkes: mindst X % af private pensionssekskabers placeringer skal være i guldrandede papirer, mens maksimalt Y % af ATP/LD's placeringer må være i ikke-guldrandede papirer.

b) Max X % / max Y % skal tolkes: max X % af private pensionssekskabers og max Y % af ATP/LD's placeringer må være i ikke-guldrandede papirer.

## 2. Aktieudbyttebeskatning.

Overordnet har udviklingen i beskatningen af aktieavancer været gunstig for indtrængningseffekten på aktiemarkedet, bl.a. ved progressiv beskatning og skattefritagelse af små aktieformuer. Dette har øget incitamentet for den "almindelige" person til at holde aktier, hvilket formentligt har påvirket aktieprisen positivt. Progressiv beskatning medfører dog indlåsnings effekter, hvilket sænker aktieprisen. Sondringen mellem ejertid ved beskatning, favoriserer investorer der køber med relativ lang tidshorisont.

**Table 2.1. Aktieudbyttebeskatningsregler.**

År	Ændring.
1982	Selskabers tilbagekøb af aktier: hele beløbet beskattes som udbytte, mindsker incitament til at søge beskatning efter kapitalgevinst frem for som udbytte. For at lempe dividenders dobbeltbeskatning gives en skattegodtgørelse på 25 % af udbyttet, hvorved udbytteskatteraten er lavere end "almindelig" marginalskat: $\tau_{udbytte} = 1,25 \cdot \tau_{person} - 0,25$
1991	Udbytter beskattes som selvstændig indkomstform i stedet for som kapitalgevinst/indkomstskat, og skattegodtgørelsen fjernes. Skatteraten differentieres ift. samlet udbyttebetaling (30/45 %). <sup>a)</sup>
1993	Udbytter fra danske selskaber beskattes som aktieindkomst, mens udenlandske selskabers beskattes som kapitalindkomst. <sup>b)</sup>

a) Ændres senere til 30/40 og 25/40, jf. tabel 1.1.

b) Dermed subsidieres danske aktier.

**Table 2.2. Aktieavancebeskatning for minoritetsaktionærer.**

Efter 1982.			
Ejertid		Gevinst	Tab
Mindre end tre år.		Skattepligtig personindkomst. <sup>a), b)</sup>	Modregning i gevinst på andre aktier ejet mindre end 3 år. Tab fremføres i 5 år.
Mindst tre år.		Skattefri.	Intet fradrag/modregning.
Efter 1994.			
Aktiebeholdningens værdi og ejertid.		Gevinster	Tab
Mindre tre 3 år.		Kapitalindkomst	Modregning i gevinst på andre aktier ejet mindre end 3 år. Tab fremføres i 5 år.
Mere end tre 3 år.	Under kritisk grænse (og børsnoteret).	Skattefri	Intet fradrag / Ingen modregning.
	Over kritisk grænse.	Aktieindkomst. <sup>c)</sup>	Modregning i gevinst på andre aktier ejet mindre end 3 år. Tab fremføres i 5 år.

Anm.: Avanceopgørelsen følger aktie-for-aktie princippet (FIFO).

Anm.: Avanceopgørelsen følger gennemsnitsmetoden, og ved opgørelse medregnes kun aktier ejet mindst tre år.

a. Fra 1982-1986 medregnes fortjenester i almindelig skattepligtig indkomst, men tab kan kun modregnes i gevinster på andre aktier.

b. Efter 1987 registreres aktieavancer i almindelig skattepligtig- og kapitalindkomst.

c. Frem til 1996 var de relevante satser (30/40 %), fra og med 1996 (25/40 %).

**Tabel 2.3. Udbyttebeskatning af minoritetsaktionærer.**

År	Lav	Høj
1982	30,75 %	62,25 %
1983	33,50 %	65,00 %
1984	34,94 %	66,40 %
1985	35,13 %	66,63 %
1986	35,00 %	66,50 %
1987	38,86 %	60,99 %
1988	39,61 %	60,99 %
1989	39,61 %	60,99 %
1990	39,50 %	61,00 %
1991-1992	30,00 %	45,00 %
1993-1996	30,00 %	40,00 %
1997-2003	25,00 %	40,00 %

For minoritetsaktionærer skal følgende punkter bemærkes:

- Beskatningsreglerne favoriserer børsnoterede aktier i forhold til unoterede.
- Det bemærkes, at personer med aktiebeholdninger med værdi over den kritiske grænse har incitament til at sælge beholdningen over to omgange, hvor det første salg sænker værdien til under den kritiske grænse.
- Aktieavancer er ikke længere skattefri efter tre års eje (1994), i stedet gælder en generel realisationsbeskatning. Når aktieavancen beskattes på realisationstidspunktet, giver staten aktionæren en option på skattebetalingen, som medfører at aktionæren bør undgå aktiv porteføljepolitik. Problemet er indlåsnings effekter, da aktionæren ønsker at udskyde betalingen så lang tid som muligt. Implikationen er, at kapitalen ikke allokeres efficient, og forventet efter-skat afkastet ikke nødvendigvis er ens for alle aktiver.
- Realisationsbeskatning tenderer mod at sænke den effektive marginalbeskatning. Modsatrettet virker den progressive beskatning. Dette forstærker indlåsnings effekten, da det kan være optimalt at realiserer gevinster ad flere omgange.

**Tabel 2.4. Kapital- og aktieindkomstskattesatser.**

År	Kapitalindkomstskattesats <sup>3)</sup>				Aktieindkomstskat.	
	Laveste	Mellem (negativ)	Mellem (positiv)	Højest	Under progres- sionsgrænse.	Over progres- sionsgrænse.
1980	43,6 %	58,0 %	58,0 %	68,8 %	-	-
1981	44,0 %	58,5 %	58,5 %	69,4 %	-	-
1982	44,5 %	58,9 %	58,9 %	69,7 %	-	-
1983	46,7 %	61,1 %	61,1 %	71,9 %	-	-
1984	48,0 %	62,4 %	62,4 %	73,1 %	-	-
1985	48,0 %	62,4 %	62,4 %	73,2 %	-	-
1986	48,0 %	62,4 %	62,4 %	73,2 %	-	-
1987	51,0 %	51,0 %	57,0 %	68,7 %	-	-
1988	51,6 %	51,6 %	57,6 %	68,7 %	-	-
1989	51,6 %	51,6 %	57,6 %	68,7 %	-	-
1990	51,5 %	51,5 %	57,5 %	68,7 %	-	-
1991	51,8 %	51,8 %	57,8 %	68,7 %	30,0 %	40,0 %
1992	52,1 %	52,1 %	58,1 %	68,7 %	30,0 %	40,0 %
1993	52,2 %	52,2 %	58,2 %	68,7 %	30,0 %	40,0 %
1994	44,7 %	44,7 %	49,2 %	61,7 %	30,0 %	40,0 %
1995	43,6 %	43,6 %	48,6 %	62,1 %	30,0 %	40,0 %
1996	43,1 %	43,1 %	48,1 %	62,7 %	25,0 %	40,0 %
1997	41,9 %	41,9 %	47,9 %	60,7 %	25,0 %	40,0 %
1998	40,4 %	40,4 %	46,4 %	58,7 %	25,0 %	40,0 %
1999	40,1 %	40,1 %	46,1 %	59,7 %	25,0 %	40,0 %
2000	36,3 %	36,3 %	45,8 %	59,7 %	25,0 %	40,0 %
2001	33,2 %	33,2 %	45,5 %	59,7 %	28,0 %	43,0 %
2002	33,3 %	33,3 %	44,8 %	59,7 %	28,0 %	43,0 %
2003	33,3 %	33,3 %	44,8 %	59,7 %	28,0 %	43,0 %

Anm.: For positiv og negative kapitalindkomst er laveste og højeste sats ens.

### 3. Placeringsregler.

Placeringsreglernes formål er at sikre investorer imod at pensionselskaber tager unødigt risiko. Reguleringen af private er skiftet fra minimums- til maksimumsregler, i takt med at lempeligere regler er indført. Mens minimumsregler dikterer en ”mindste” andel placeret i relativt sikre aktiver, specificerer maksimumsregler en maksimal grænse for andelen placeret i relativt usikre aktiver. Andelen for risikofyldte aktiver har været stigende, men da kun LD og ATP i korte perioder har været reelt begrænset, har påvirkningen af aktiekursen formentlig været begrænset. Opblødningen af kongruenskravet har formentlig har større betydning.

Det skal kort nævnes, at regler til beskyttelse investorer kan have perverse effekter. Value-at-Risk (VaR) sikrer porteføljeinvestorer mod høj risiko, ved specificerer en maksimal sandsynlighed for et tab af en given størrelse. VaR<sub>5%</sub> betyder, at tabet højst må være større end en given grænse med 5 % sandsynlighed. Problemet er, at størrelsen på tabet ikke indgår, kun sandsynligheden for at det forekommer. Da det er dyrest at ”forsikre” porteføljen i dårlige tilstande, er konsekvensen, at porteføljen er uforsikret i disse. Sandsynligheden for tab kontrolleres, mens tabene ”maksimeres” når de forekommer, og styring efter VaR kan derfor øge aktiemarkedets volatilitet.

**Tabel 3.1. Placeringsregler for pensionselskaber.**

År	Private		ATP + LD		Max grænse for enkeltinvestering. <sup>c)</sup>	
	Ikke-guldrandede <sup>b)</sup>	Guldrandede <sup>a)</sup>	Ikke-guldrandede <sup>d)</sup>	Guldrandede <sup>e)</sup>		
1980	Ingen	85 %	20 %	Ingen	2 %	
1981	Ingen	85 %	20 %	Ingen	2 %	
1982	Ingen	85 %	20 %	Ingen	2 %	
1983	Ingen	85 %	20 %	Ingen	2 %	
1984	Ingen	75 %	20 %	Ingen	2 %	
1985	Minimumsregler.	Ingen	75 %	20 %	Ingen	2 %
1986		Ingen	75 %	20 %	Ingen	2 %
1987		Ingen	75 %	20 %	Ingen	2 %
1988		Ingen	60 %	25 %	Ingen	2 %
1989		Ingen	60 %	25 %	Ingen	2 %
1990		Ingen	60 %	25 %	Ingen	2 %
1991		Ingen	60 %	25 %	Ingen	2 %
1992		Ingen	60 %	25 %	Ingen	2 %
1993		Ingen	60 %	25 %	Ingen	2 %
1994		Ingen	60 %	35 %	Ingen	2 % (3%)
1995	Maksimumsregler.	40 %	ingen	35 %	ingen	2 % (3%)
1996		40 %	ingen	35 %	ingen	2 % (3%)
1997		40 %	ingen	35 %	ingen	2 % (3%)
1998		50 %	ingen	50 %	ingen	2 % (3%)
1999		50 %	ingen	50 %	ingen	2 % (3%)
2000		50 %	ingen	50 %	ingen	2 % (3%)
2001		70 %	ingen	70 %	ingen	2 % (3%)
2002		70 %	ingen	70 %	ingen	2 % (3%)
2003		70 %	ingen	70 %	ingen	2 % (3%)

Anm.: Målt ift. forsikringsmæssige hensættelser.

Anm.: Fra år 2000 kunne ATP placere 20% i unoterede aktiver, mod tidligere kun 10%

a) Fx stats- og realkreditobligationer i OECD lande samt Saudi-Arabien, samt visse typer fast ejendom og lån.

b) Fx aktier og erhvervsobligationer, samt obligationer udstedt uden for OECD og Saudi-Arabien.

c) Tallet i parentes er gældende hvis virksomheden er børsnoteret, egenkapitalen på minimum 250 mio. kr., og hjemmehørende i zone A. ATP/LD adskiller sig i perioden frem til 1987, ved at deres maksimale grænse var 1%.

d) Fast ejendom, investeringsforeninger, aktier i investeringsaktieselskaber eller børsnoterede selskaber, konvertible eller udbyttegivende gældsbreve, erhvervsobligationer, egen- eller fremmedkapital i erhvervsvirksomheder (Parum 87, 1995-2).

e) Danske obligationer udstedt af staten, realkreditforeninger eller pengeinstitutter, samt værdipapirer med tilsvarende sikkerhed og fast ejendom ejet af ATP/LD (Parum 87, 1995-2).

#### 4. Beskatningsregler for pensionskasser.

I 1983 indføres realrenteafgiften, som erstatter den symmetrisk udformede formuebeskatning, der gjaldt for private såvel som offentlige pensionskasser og fonde. Realrenteafgiften skulle sikre et passende afkast fra obligationsinvesteringer ifbm. pensionsopsparring, hvor passende ses i forhold til lønudviklingen. Realrenteafgiftens formål var at inddrage forrentningen af obligationsafkastet som oversteg inflationen plus 3,5 %, hvorfor maksimal real forrentning var 3,5 %.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Afkastet på 3,5 % er efter korrektion for administrationsomkostninger.

Realrenteafgiften var asymmetrisk da den ikke gjaldt aktier og andre reale investeringer (fx ejendomme), som dermed havde ”ubegrænset” afkastmulighed. Dermed subsidieres investeringer i aktier ift. obligationer, hvilket formentligt har haft signifikant indflydelse på aktieprisen. Tendensen sås i efteråret 1982, hvor efterspørgslen efter aktier steg, pga. forventninger om øget aktieefterspørgsel fra institutionelle investorer (Finansredegørelsen 1983). Den efterfølgende harmonisering af beskatningen af afkast fra aktier og obligationer, har mindsket den initiale positive effekt af aktieprisen.

**Tabel. 4.1. Beskatning af aktier og obligationer i pensionselskaber.**

År	Aktier	Obligationer <sup>a)</sup>
1980	0%	Realrenteafgift
1981	0%	Realrenteafgift
1982	0%	Realrenteafgift
1983	0%	Realrenteafgift
1984	0%	Realrenteafgift
1985	0%	Realrenteafgift
1986	0%	Realrenteafgift
1987	0%	Realrenteafgift
1988	0%	Realrenteafgift
1989	0%	Realrenteafgift
1990	0%	Realrenteafgift
1991	0%	Realrenteafgift
1992	0%	Realrenteafgift
1993	0%	Realrenteafgift
1994	0%	Realrenteafgift
1995	0%	Realrenteafgift
1996	0%	Realrenteafgift
1997	0%	Realrenteafgift
1998	5%	26%
1999	5%	26%
2000	5%	15%
2001	15%	15%
2002	15%	15%
2003	15%	15%

a) Realrenteafgiften medfører at reelt obligationsafkast maksimalt er 3,5 %.  
Anm.: Aktieindkomst indføres i 1993.

Ved at sammenligne tabel 4.1 med tabel 2.2 ses, at beskatning favoriserer opsparing gennem pensionspuljer frem for individuel opsparing. I år 1999 beskattedes en investor med laveste skattesats med 40,1 % af direkte obligationsplacering, mens en indirekte placering gennem et pensionselskab kun beskattedes med 26 %. For investorer med højere kapitalsskattesats var gevinsten ved indirekte placeringer endnu større. Progressiv kapitalindkomstbeskatning øger incitamentet til placering gennem pensionselskaber med indkomstens størrelse. Nøjagtigt den samme effekt opnås ved at indbetalinger er fuldt fradragsberettigede, mens de beskattes med 40 % på udbetalingstidspunktet. Alle investorer med marginalsat over 40 %, får således en skattebegunstigelse ved pensionsopsparing.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Usikkerheden om fremtidige skattesatser skal naturligvis have in mente.

**Tabel 4.2. Historisk udvikling i beskatningen af afkast i pensionselskaber.**

Vedttaget	Indført	Lov.	Ændring.
1982	1983	Midlertidig formueafgift	Pensionsformuer beskattes med 2,5 %. Før denne lov var pensionsafkast skattefrit.
1983	1984	Realrenteafgiftsloven	Afgift der opkræver den del af det reale pensionsafkast der overstiger 3½ %. Dog tillades <i>den skematiske reduktionsfaktor</i> på 0,99 %, der dækkede administration. Afgiften gælder for alle institutioner. Flere opsparingsformer fritages: 1. Afkast af pensionsopsparing foretaget før 1. januar 1983. 2. Aktieafkast. 3. Afkast fra fast ejendom. 4. Afkast fra indeksobligationer, hvis udstedelse ikke var afsluttet senest 31. december 1998. Afgiftsgrundlaget opgøres efter <i>realisationsprincippet</i> , dog med undtagelser. Realiserede kursgevinster/tab indgår kun gradvist, idet de overføres til en realisationskonto, hvorfra 20 % årligt tillægges/fradrages afgiftsgrundlaget.
1986	1986	Realrenteafgiftsloven	Afkast fra fast ejendom underlægges realrenteafgift, undtaget ejendomme erhvervet før 1986. Derudover indføres den særlige kvoteordning, som fritager visse erhvervsbygninger fra afgiften.
1987	1988	Realrenteafgiftsloven	Maksimalt afgiftsloft på 56 %. Indføres da faldet i rente og inflation genererede høje realrenteafgifter.
1992	1993	Realrenteafgiftsloven	Søger at øge udnyttelsen af den særlige kvoteordning og udvide kredsen af afgiftsfrie investeringer.
1993	1993	Realrenteafgiftsloven	Afgiftsfrit byggeri i 1993 og 1994, samt ophævelse af kvotebegrænsninger i 1993 og 1994.
1994	1995	Lov om ændring af forskellige skattelove.	Afkast af investeringsbeviser i akkumulerende investeringsforeninger pålægges realrenteafgift. (Søger at skabe mere ensartet/sammenhængende beskatning af kapitalafkast, uanset om direkte eller indirekte investering). Indfører en supplerende realrenteafgift, der er lig forskellen mellem investeringsforeningernes skatteprocent og realrenteafgiften (dog mindst 5 %).
1998	1998	Pinsepakken	5 % beskatning af aktieafkast og afskaffelse af kvoteordninger. Indfører pengeinstitutters afgifts- og skattepligt af afkast af puljeordninger.
1998	2000	Pensionsafkast - beskatningsloven	Lav og stabil inflation overflødig gør rentafhængig afgiftssats. Realrenteafgiften videreføres med følgende ændringer: 1. Obligationer beskattes med 26 %. 2. Aktier beskattes med 5 %. 3. Opgørelse af skattepligtigt afkast efter lagerprincippet. Dermed slår kursgevinster og -tab fuldt igennem på skattetilsvaret. 4. Kursgevinster og -tab på gæld i danske kr. inddrages i beskatningsgrundlaget. 5. Beviser i akkumulerende



			<p>investeringsforeninger sidestilles med aktier.</p> <p>6. Investeringsregler for institutioner harmoniseres, og aktieloft hæves til 50 %.</p>
1998	2000	<p>Lov om ændring af forskellige skattelove.</p>	<p>Ophævelse af afgiftsfritagelse for indeksobligationer, hvis udstedelse ikke var afsluttet 31. december 1998.</p>
2000	2000	<p>Pensionsafkast - beskatningsloven</p>	<p>Hindre livsforsikringselskaber i at kunne konvertere obligationsafkast til aktieafkast.</p>
2000	2001	<p>Pensionsafkast - beskatningsloven</p>	<p>Ensartet skattesats på 15 % af al afkast (omlægningen skønnedes provenuneutral, dog med forskydninger mellem enkelte år). Formål: neutral beskatning af pensionsopsparing, som ikke påvirker formuesammensætningen, og lettelse af rentegaranti-problemet ved lavere beskatning af obligationsafkastet. Harmoniseringen medfører kursfald på gamle indeksobligationer, da efter skat afkastet fra andre obligationer stiger. For at sikre konsolidering og hindre indlåsnings effekter, indførtes teknisk skattepligt for kursgevinster og -tab. Fradraget for administration gøres afhængigt af faktisk omkostninger hertil, for at styrke aktiv investering i små og mellemstore aktier. Aktieloftet hæves fra 50 % til 70 % for velkonsoliderede pengeinstitutter. Indføres ensartede regler for investering af pensionsmidler i noterede og unoterede aktier.</p>