

Skat og aktieinvestering

Møller, Michael; Parum, Claus; Myrup Pedersen, Kristian

Document Version
Final published version

Published in:
Finans/Invest

Publication date:
2024

License
Unspecified

Citation for published version (APA):
Møller, M., Parum, C., & Myrup Pedersen, K. (2024). Skat og aktieinvestering. *Finans/Invest*, (1), 28-34.
http://finansinvest.dk/wp-content/uploads/2024/02/FI01_2024_Skat-og-aktieinvestering.pdf

[Link to publication in CBS Research Portal](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us (research.lib@cbs.dk) providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Download date: 18. Jan. 2025



Skat og aktieinvestering

I sidste nummer af Finans/Invest havde vi en artikel "Realisationsbeskatning eller lagerbeskatning af aktieindkomst?" Artiklen hvilede for nogle beregningers vedkommende på en forkert forståelse af nogle skatteregler, og artiklen tilbage-trækkes derfor i sin helhed.¹ De to lovede artikler om emnet er nu sammenskrevet til denne artikel.

Denne artikel beskæftiger sig med investering af frie midler i børsnoterede aktier eller aktiebaserede investeringsprodukter. En dansk privat investor med frie midler kan overordnet vælge mellem tre forskellige skatteprincipper. Formålet med artiklen er at give en overordnet forståelse for de skattemæssige overvejelser i forbindelser med aktieinvesteringer for frie midler, og herunder diskutere skattens betydning for kapitalmarkedslinjen.

AF FORFATTERE



Michael Møller

Professor, lic.polit.
Institut for Finansiering, Copenhagen Business School
E-mail: mm.fi@cbs.dk

Michael Møller beskæftiger sig specielt med danske økonomiske og finansielle problemstillinger.



Claus Parum

Lektor, cand.polit., ph.d.
Institut for Finansiering, Copenhagen Business School
E-mail: cp.fi@cbs.dk

Claus Parum er lektor i Corporate Finance ved Institut for Finansiering på Copenhagen Business School.



Kristian Myrup Pedersen

Cand. merc., Kvantitativ analytiker
E-mail: kristian@myrup-pedersen.dk

Kristian Myrup arbejder med kvantitative analyser af skandinaviske realkreditobligationer i en hedgefond.

Note: Forfatterne takker en anonym referee for hjælpsomme kommentarer til denne artikel og investeringsdirektør Mikkel Eliassen, Annox A/S, for at påpege en fejl i artiklen i Finans/Invest i sidste nummer.

Valgmuligheder for beskatning af indkomst fra børsnoterede aktier

Formålet med denne artikel er ikke at give en blot nogenlunde udtømmende beskrivelse af det danske skattesystem for indkomst fra børsnoterede aktier. Formålet er først og fremmest at påpege de væsentligste faktorer, en potentiel aktieinvestor skal inddrage i sine overvejelser. Spørgsmålet om virkningen af forskellige skatteprincipper på aktieafkastet er i et vist omfang be-

handlet af flere, f.eks. Beierholm Finansiell Rådgivning (2023), Falcon Fondsmæglerselskab A/S (2020) og Nord Investments (2022), men generelt ret summarisk.

Det danske skattesystem for aktieafkast er kompliceret, selv hvis man begrænser sig til frie midler hos privatpersoner og derudover afgrænser sig fra holdingselskaber og aktiesparekonti, som vi vil gøre her.

Investering af privatpersoners frie midler i børsnoterede aktier (enten direkte eller indirekte) kan i Danmark overordnet ske på 6 forskellige måder. Afhængig af investeringsmåden gælder 3 forskellige skatteprincipper, givet de ovennævnte afgrænsninger.

De tre forskellige skatteprincipper er:

1. Aktieindkomstskat efter realisationsprincippet, kildeartsbeskatning
2. Aktieindkomstskat efter lagerprincippet, negativ beregnet skat kan modregnes i skat på anden indkomst
3. Kapitalindkomstbeskatning efter lagerprincippet, negativ beregnet skat kan modregnes i skat på anden indkomst

De 6 forskellige investeringsmåder er:

1. Direkte investering i børsnoterede enkeltaktier (skatteprincip 1)
2. Investering i danske udloddende aktiebaserede investeringsforeningsafdelinger (skatteprincip 1)
3. Investering i danske akkumulerende aktiebaserede investeringsforeningsafdelinger som har tilvalgt aktiebaseret status (skatteprincip 2)

1. Hermed tilbagetrækkes selvfølgelig også alle kommentarer til andres arbejde på området, med en særlig undskyldning til Falcon Fondsmæglerselskab og Nord Investments for kritik baseret på vores fejlagtige forståelse af skattereglerne.

TABEL 1: Investeringsformens betydning for skatteprincippet

Skatteprincip	Enkeltaktier	Dansk udbyttebetalende investeringsforening	Danske akkumulerende investeringsforeninger, som har valgt beskatning som aktiebaseret akkumulerende investeringsforening	Danske akkumulerende investeringsforeninger under kapitalindkomstbeskatning	Godkendte ETF'er	Ikke-godkendte ETF'er
Realisation aktieindkomst Kildeartsbeskatning	X	X				
Lager aktieindkomst, beregnet negativ skat kan modregnes i skat på anden indkomst			X		X	
Lager kapitalindkomst				X		X

- Investering i akkumulerende danske aktiebaserede investeringsforeningsafdelinger som ikke har tilvalgt aktiebaseret status (skatteprincip 3)
- Investering i aktiebaserede ETF'er som er godkendte i Danmark som faldende under aktiebeskatning dvs. som står på SKATs positivliste² (skatteprincip 2)
- Investering i ETF'er som i Danmark ikke er godkendte som faldende under aktiebeskatning (skatteprincip 3)

Tabel 1 viser de tre forskellige skatteprincipper afhængig af investeringsmåde.

En investor skal ved valg af investeringsmåde således ikke kun inddrage eventuelle *omkostningsmæssige* og *risikomæssige* forskelle mellem de forskellige investeringsmåder, investor skal også inddrage de *skattemæssige* forhold. Direkte investering i aktier giver f.eks. mulighed for at udskyde skat og for at udnytte progressionen i aktieindkomstskattesystemet bedst muligt. Til gengæld er kildeartsbegrænsningen en ulempe.

De forskellige investeringsmetoder kan være ens for så vidt angår den bagved liggende aktieportefølje, men med meget forskellig skattemæssig behandling. Der er tale om et kompliceret valg, som afhænger af hvert enkelt individs økonomiske forhold. Der kan ikke gives generelle svar om, hvilket skatteprincip, der bør vælges.

Man får lettest forståelse for det danske skattesystem på aktieområdet ved først at analysere virkningerne af skat i et strengt proportionalt skattesystem, og så derefter overveje på hvilke områder de tre ovennævnte skatteprincipper afviger fra streng proportionalitet. Det gøres i det følgende.

Skattens betydning under et strengt proportionalt skattesystem

Det simplest mulige skattesystem for afkastbeskatning er et strengt proportionalt skattesystem efter lagerprincippet. Ved et strengt proportionalt skattesystem forstås et skattesystem med én skattesats for både positive og negative afkast gældende for al indkomst af kapital, både aktieindkomst og kapitalindkomst, dvs. at negative afkast medfører udbetalinger fra skattevæsenet til investor. Der er derfor grund til indledningsvis at betragte dette simple skattesystem.

I et strengt proportionalt skattesystem er virkningen af beskatning på kapitalmarkedslinjen meget enkel givet et perfekt kapitalmarked (bortset fra skat).

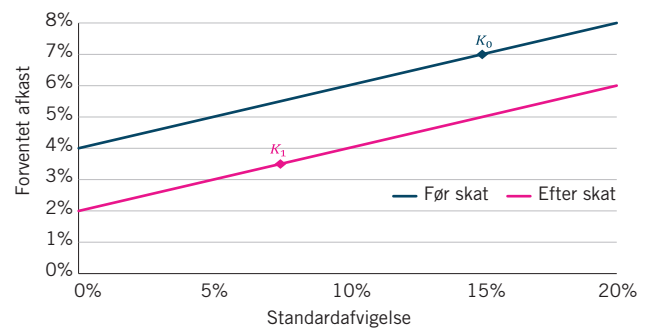
Med positiv risikofri rente r bliver kapitalmarkedslinjen parallelforskuet nedad med $r \times t$, hvor r er den risikofri rente, og t er skattesatsen. Skatten hviler med andre ord kun på det risikofri afkast. Risikopræmien pr. risikoenhed (hældningen på kapitalmarkedslinjen) ændres ikke af beskatning, fordi skatten sænker afkast og risiko ens.

Figur 1 viser kapitalmarkedslinjen før og efter en symmetrisk skat på 50%. Investering af hele formuen i markedsporteføljen svarer til punktet K_0 før skat og punktet K_1 efter skat. Staten tager halvdelen af afkastet, men den bærer også halvdelen af risikoen. Resultatet er en parallelforskuet kapitalmarkedslinje.

Det er specielt værd at overveje situationen, hvor renten er 0,

2. *Positivlisten omfatter de investeringsselskaber, herunder Exchange Traded Funds (ETF'er), som er omfattet af aktieindkomstbeskatningsreglerne*

FIGUR 1: Kapitalmarkedslinjen før og efter skat ved et strengt proportionalt skattesystem



Note: Der antages en risikofri rente på 4%, en risikopræmie på 3%, en standardafvigelse på 15% og en skattesats på 50%. Skat påvirker både standardafvigelse og afkast, derfor rykker K_0 til K_1 under en strengt proportional skat, hvor skatteyder får penge fra Skat ved negativt afkast.

jf. det 0-rentescenarie, vi havde i omkring 10 år frem til Ukraine-krigen. Når renten er 0, går kapitalmarkedslinjen gennem origo. I den situation falder kapitalmarkedslinjen før og efter skat sammen. Skat rykker blot risiko og afkast indad mod 0, men kapitalmarkedslinjen er uændret. En investor, der beskattes, vil under skat blot investere i flere aktier og færre risikofri aktiver end han ville i et system uden skat. Så opnår han samme risiko og samme afkast efter skat, som han ville have i et system uden skat.

Dette simple resultat overses ofte i dansk debat om skat, hvilket har ført til en overdreven fokusering på skattesatsers højde i den offentlige debat. I forbindelse med den opreklamerede aktiesparekonto blev den årlige fordel for folk med lidt større aktiebeholdninger ved indskud typisk beregnet som $(0,42-0,17) \times$ forventet afkast af indskud. Man fokuserede på den lave skattesats på afkast af midler i aktiespareordningen, men så bort fra, at man som investor også bærer større risiko pr. investeret kr. ved indskud på en aktiesparekonto, og at man derfor burde sænke sin øvrige fri aktieportefølje med mere end det beløb, som man indskød på aktiesparekonto, hvis man ville holde efter-skat-risikoen konstant. Med en rente omkring 0 var der ikke nogen skattemæssig fordel af den lave skattesats på aktiesparekonti.

De væsentligste afvigelser fra streng proportionalitet i Danmark

Dansk beskatning af afkast fra aktier er ikke strengt proportionalt for nogen af de tre ovenfor nævnte skatteprincipper, men der er forskel på, hvor stor afvigelsen fra streng proportionalitet er, og hvorfra den kommer. Betydningen af afvigelsen fra streng proportionalitet er afhængig dels af forhold på kapitalmarkedet (den risikofri rente, risikopræmien på aktier samt standardafvigelsen af en veldiversificeret portefølje), dels af den enkelte investors forhold, herunder formue og tidshorisont. Det gør analyse kompliceret og forhindrer, at der kan drages generelle konklusioner.

De væsentligste afvigelser fra et strengt symmetrisk skattesystem, der findes i de forskellige former for dansk beskatning af afkast fra aktier er

- Tidsmæssig betaling af skat (herunder negativ skat)
- Investor kan ende med et tab, der ikke kan udnyttes skattemæssigt

3. Der er to mulige skattesatser på aktieindkomst og fire mulige skattesatser på kapitalindkomst (udover 0, som er behandlet i punktet ovenfor).

Hvert af disse forhold udgør en afvigelse fra et strengt proportionalt skattesystem.

Med hensyn til 1. bemærkes, at denne afvigelse af indlysende årsager er væsentligst under skatteprincip 1, men at den også kan opstå ved skatteprincip 2 og 3. Ikke alle investorer betaler nok øvrig skat til, at de *altid* kan modregne årets negative beregnede skat på aktieafkast i de skatter, de skal betale af anden indkomst.

Mht 2. eksisterer denne afvigelse principielt uanset skatteprincip, men afvigelsen er nok størst ved aktieindkomstbeskatning efter realisationsprincippet, hvor der gælder kildeartsbeskatning. For en person, der kun er inde på aktiemarkedet ét år, er der 30-40% sandsynlighed (afhængig af forudsætninger om risikopræmie, renteniveau og standardafvigelse) for at få et tab, der ikke kan udnyttes skattemæssigt. For en sådan investor kan risikopræmien efter skat være *negativ*. For investorer, der kan ”bruge” negative afkast fra aktieinvesteringer til modregning i skatter, der skal betales af anden indkomst, er risikoen for ikke at få skattemæssig glæde af et tab på aktier derimod typisk ret beskedent.

Mht 3. eksisterer denne afvigelse for alle tre skatteprincipper, men effekten er ret forskellig. Noget forsimplet³ gælder:

For *aktieindkomst* er der to skattesatser, 27% for aktieindkomst under 50.000 kr. og 42% for aktieindkomster over 50.000 kr. Ved lagerbeskatning og mulighed for modregning i andre skatter er systemet symmetrisk omkring 0, så tab under 50.000 kr. giver en beregnet negativ skat på 27% af tabet og tab over 50.000 kr. giver en beregnet negativ skat på 42% af tabet. Her er ”frem og tilbage” lige langt. En gevinst på 1 mio. kr. det ene år og et tab på 1 mio. kr. året efter (eller omvendt rækkefølge) fører til en samlet skat på 0.

For *kapitalindkomst* er der 4 mulige skattesatser. Positive kapitalindkomster under 50.000 kr. beskattes med ca. 38%, men større kapitalindkomster beskattes med enten 42% eller 38%, afhængig af om personen betaler topskat eller ej. Store negative kapitalindkomster (over 50.000 kr. målt absolut) giver en skattebesparelse i skatten på anden indkomst på ca. 26% heraf, små negative kapitalindkomster giver en skattebesparelse på ca. 34%.

For personer under kapitalindkomstbeskatning er ”frem og tilbage” ikke lige langt. En gevinst på 1 mio. kr. det ene år og et tab på 1 mio. kr. det efterfølgende år fører til, at der totalt betales en betydelig skat. Det mindsker selvfølgelig risikopræmien, når store gevinster beskattes med 42% og store tab kun giver en skattebesparelse på 26% af tabet.

I det følgende betragter vi hvert af de tre skatteprincipper et efter et for at belyse på hvilke områder, de adskiller sig fra streng proportionalitet, og hvilke forhold investor skal inddrage i sine overvejelser.

Det skal dog allerede nu påpeges, at når skattesystemet ikke er strengt proportionalt, er det ikke muligt at fastlægge en kapitalmarkedslinje efter skat. Kapitalmarkedslinjen beskriver én periode, og skattekorrektio n kræver, at al skat afklares endeligt i hver periode. Problemet er væsentligst ved skatteprincip 1. Fordelagtigheden af at udskyde skat afhænger af, hvor længe

investor bliver på aktiemarkedet, og et skattemæssigt tab har kun en værdi, hvis investor bliver på aktiemarkedet, så det kan bruges til modregning i fremtidige gevinster. Det er værdiløst, hvis investor trækker sig ud af aktiemarkedet endeligt, når året er gået. Disse forhold kan ikke indarbejdes i en enperiodemodell.

Skatteprincip 1 er hovedprincippet i dansk skattelovgivning. Det giver imidlertid mest forståelse at begynde med skatteprincip 2, som er det skatteprincip, der kommer nærmest et strengt proportionalt skattesystem.

Skatteprincip 2 (lagerbeskatning og modregning i anden indkomst)

Skatteprincip 2 er gældende for investeringer i visse ETF'er og danske investeringsafdelinger, der eksplicit har valgt og er blevet godkendt til beskatning efter disse regler. Skat betales efter lagerprincippet, og ved negativt afkast er skatteberegningen som ovenfor nævnt symmetrisk omkring 0. Den beregnede negative skat kan modregnes i de skatter, som investor ellers skulle have betalt af øvrig indkomst. Hvis den beregnede negative skat ikke kan modregnes fuldt ud i øvrig skat det pågældende år, føres den beregnede negative skat videre og kan modregnes i de efterfølgende års skatter, både på aktieafkast og på øvrig indkomst.

Skatteprincip 2 vil for mennesker med små aktieformuer være tæt på et strengt symmetrisk skattesystem med en skattesats på 27%, og for mennesker med større aktieformuer være tæt på et strengt symmetrisk skattesystem med en skattesats på 42%.

Folk med små aktieformuer vil praktisk altid kunne modregne negativ skat i positiv skat på anden indkomst samme år, og skattesatsen vil være 27%. Dvs. for dem gælder Figur 1.

For folk med store aktieformuer kan skattesystemet afvige fra ren symmetri på alle de ovenfor nævnte tre områder, men det er sjældent af væsentlig betydning.

Folk med store aktieformuer kan eksempelvis komme i den situation, at årets negative skat på aktier ikke kan rummes inden for den skat, de skal betale af anden indkomst, så det tager to eller flere år, før de har fået modregnet skatten på et negativt aktieafkast i skatten på anden indkomst. For langt de fleste vil problemet være beskedent.

Folk med store aktieformuer kan for den sags skyld også opleve, at de aldrig får glæde af den negative skat, fordi de dør, inden de har fået modregnet negativ beregnet skat i anden skat. Men igen, det er en risiko, der er relevant for relativt få, fordi den kræver, at aktieformuen er ganske stor i forhold til øvrige indtægter.

Skatteprincip 2 kommer for lidt større aktieformuer (2 mio. kr. og derover) tæt på at virke som et strengt proportionalt skattesystem med en skattesats på 42%. Disse personer får begrænset glæde af den lave skattesats på 27% for aktieindkomst op til 61.000 kr. (2024). Det er en følge af, at progressionen gælder begge veje. I år med negativ indkomst er progression til skade for investor, fordi han kun får 27% skattebesparelse af små negative aktieafkast. Det sænker fordelene af den lave skattesats for skatteyder.

En person, der hvert år har aktieindkomst over progressionsgrænsen, sparer som følge af den lave skat på 27% af de første 61.000 kr. nøjagtigt 9.150 kr. om året i forhold til et rent proportionalt skattesystem med en skattesats på 42% af al indkomst. Denne ”gevinst” er realistisk for realisationsbeskattede, der nogenlunde selv kan styre den tidsmæssige fordeling af aktieindkomsten.

3. Der er forskellige regler for gifte og ugifte.

For folk under skatteprincip 2 er situationen anderledes. Som følge af stokastikken i aktiekurserne vil de groft sagt opleve at have positiv aktieindkomst i 2/3 af årene og negativ aktieindkomst i 1/3 af årene (afhængig af risikofri rente, risikopræmie og standardafvigelse på porteføljen). Med gevinst ved progression i 2/3 af årene og tab på progression i 1/3 af årene er et konvolutskøn⁴, at de netto kun får 1/3 af den maksimalt mulige gevinst ved lav beskætning på det lave progressionstrin, svarende til en forventet årlig gevinst på i størrelsesordenen 3.000 kr. om året. For formuer i millionklassen er det et beskedent beløb.

Konklusionen er, at for folk med en vis aktieformue er skatteprincip 2, nemlig lagerbeskatning af aktieafkast, hvor man kan modregne en beregnet negativ skat på aktieafkastet i beregnet skat på anden indtægt, ret tæt på et strengt proportionalt skattesystem med 42% skat. Skatteyder kan således i betydeligt omfang tage udgangspunkt i Figur 1 i sine skatte- og risikoovervejelser.

Skatteprincip 3: Kapitalindkomstbeskatning under lagerprincippet

Det væsentligste problem ved skatteprincip 3 er, at skattesatserne for kapitalindkomst langt fra er så symmetriske som ved skatteprincip 2, hvor der er symmetri omkring 0.

Problemet er ret ubetydeligt (også relativt set) for personer med små aktieporteføljer. Forskellen mellem ca. 37% skat af positive afkast og 33% skattebesparelse ved negative afkast er ret beskedent. Problemet er også ubetydeligt for personer med stor positiv eller stor negativ kapitalindkomst fra andre kilder, men med en begrænset aktieformue. Under disse forudsætninger vil al indkomst for aktier blive beskattet med samme skattesats. I så tilfælde er situationen tæt på streng proportionalitet. Men i en usikker verden er det sjældent tilfældet, at skatteyder kan være sikker på, at en svingende kapitalindkomst fra aktier altid bliver beskattet med samme skattesats. For personer med lidt større aktieformuer er der risiko for, at store positive aktieafkast resulterer i 42% skat, mens store negative aktieafkast kun giver en skattebesparelse på 25% af tabet. Det indebærer et fald i hældningen på kapitalmarkedslinjen efter skat. For disse personer er kapitalindkomstbeskatning efter skatteprincip 3 dårligere end beskatning efter skatteprincip 2, jf. i øvrigt Møller, Parum og Pedersen (2022).

Skatteprincip 1: Aktieindkomstskat af realiseret afkast, kildeartsbeskatning

Dette er dansk skattelovgivnings hovedprincip. *Det er suverænt det skatteprincip, der afviger mest fra et rent symmetrisk skattesystem.* Hertil kommer et forhold, der gør spørgsmålet ekstra kompliceret. Ved skatteprincip 2 og 3 bestemmes skatten af markedsværdier og påvirkes ikke af, om gevinster er realiserede eller urealiserede. Ved skatteprincip 1 gør realisationsbeskatningen, at investor har mulighed for at være smart, herunder at

udskyde skat og i øvrigt sikre, at den lave skattesats for aktieindkomst under 61.000 kr. udnyttes fuldt ud. Det gør, at valget af skattesystem ideelt set bør afhænge af, hvor smart investor er. Vi vil skelne mellem to typer af investorer.

Ved ”naive investorer” vil vi forstå investorer, der ikke ønsker at bruge tid på deres portefølje, og som følgelig fører en ”køb og behold politik”.

Ved ”skatteoptimerende investorer” vil vi forstå investorer, der er villige til at bruge tid og kræfter på at omlægge porteføljen ud fra rent skattemæssige overvejelser.

Der er i skatteprincip 1 tre afvigelser fra et rent symmetrisk skattesystem, og virkningerne heraf er forskellige for naive og skatteoptimerende investorer. Vi vil først betragte naive investorer og derefter perspektivere til skatteoptimerende investorer.

Kildeartsbeskatning

Tab kan kun fremføres og modregnes i efterfølgende positiv aktieindkomst. Det stiller skatteyder væsentligt ringere end ved skatteprincip 2 og skatteprincip 3.

Investor risikerer at slutte sin aktieinvestorperiode med et tab, der ikke kan bruges skattemæssigt. Skrækeksemplet er den unge person, der kun er inde på aktiemarkedet i en kortere periode, f.eks. fordi han så skal bruge sin formue til etablering på boligmarkedet. Hans gevinster beskattes, mens hans tab ikke giver fradrag. Det giver en skæv afkastfordeling og forringer det forventede afkast ganske meget.

Man kunne tro, at problemet ville forsvinde for investorer med en længere tidshorisont, jf. at man typisk tilrådes kun at investere i aktier, hvis man har en lang tidshorisont for investeringen. Det er til dels rigtigt, men kun til dels, og resultatet afhænger meget af, om:

1. Personen investerer direkte eller gennem en udloddende investeringsforening
2. Personen har en diversificeret eller en udiversificeret portefølje

Ad 1: ved investering gennem en udloddende investeringsforening er der en vis risiko for at slutte med et skattemæssigt tab, der ikke kan udnyttes. Det skyldes udlodningsreglerne. Foreningen udlodder ikke alene modtagne aktieudbytter, men også realiserede gevinster. Tabel 2 viser udlodning i Danske Invest Global Indeks, klasse DKK d, som er en udloddende investeringsforeningsafdeling og et typisk valg for en privatperson med frie midler. Tabellen viser:

- de udbetalte udbytter i kr. de sidste 5 år
- kurs primo året
- effektiv udbytteprocent.

Tabellen dækker selvfølgelig kun en forholdsvis kort periode for én investeringsafdeling, men tabellen illustrerer, at udbytte-

TABEL 2: Udbytte og udlodningsprocent for Danske Invest Global Indeks, klasse DKK d

Udbytte dato	Udbytte i kr.	Kurs primo året	Udbytteprocent
6.02.2019	8,60	106,90	8,0%
5.02.2020	4,60	110,60	4,2%
3.02.2021	4,20	110,70	3,8%
8.02.2022	5,40	142,90	3,8%
8.02.2023	5,20	116,65	4,5%

4. Det er lidt mere kompliceret, fordi man skal se på hele fordelingen, dvs. hvordan sandsynlighedsfordelingen for udfald er. Det er et kompliceret regnestykke, fordi det vil afhænge af formuestørrelsen. Ved store formuer er sandsynligheden for aktieafkast mellem -50.000 og + 50.000 kr. forholdsvis beskedent, og så kan man nøjes med at beregne sandsynligheden for positive og sandsynligheden for negative aktieafkast som gjort i teksten

procenten selv i indeksforeningsafdelinger kan være meget høj i forhold til den risikofri rente (som i den beskrevne periode lå tæt på 0) og væsentligt højere end udbytteprocenten på en global portefølje. Jo større de årlige udlodninger er, desto mindre er den forventede kursstigning for investeringsbeviserne. *Høj udlodning øger investors risiko for at slutte med et udnyttet skattemæssigt tab.*

Risikoen for at slutte med et udnyttet tab er væsentligt mindre for en person, der investerer direkte i en veldiversificeret aktieportefølje, da udbytteprocenten er mindre og den forventede kursstigning tilsvarende større.

Ad 2: Nogle mennesker kan godt lide spænding og vælger derfor en ret udiversificeret portefølje, og det samme gælder folk med stor tiltro til egne evner. De har en ikke ubetydelig risiko for at slutte investorkarrieren med et skattemæssigt tab, der ikke kan udnyttes.

Skatteudskydelse og rentefordel

Skatteudskydelse som følge af realisationsbeskatning svarer til at modtage et rentefrit lån fra staten. Dette forhold fremhæves ofte som et argument for at vælge realisationsbeskatning. Men hvor stor er denne fordel egentlig? Hvilken rolle spiller fordelagtigheden af et sådant forventet rentefrit lån for fordelagtigheden af aktieinvestering? Det får man lettest en idé om ved at vende tilbage til Figur 1.

Betragt situationen for en startinvestor på aktiemarkedet. Hvad gavn har investor af det forventede rentefri lån fra staten ved realisationsbeskatning sammenlignet med symmetrisk lagerbeskatning?

Overvej indledningsvis situationen, hvor selskaber ikke udlodder udbytte, hvilket giver maksimal skatteudskydelsesfordel. *Værdien af at udskyde skat kan aldrig blive større end værdien af ikke at betale skat, uanset hvor længe skatten udskydes.*

Figur 1 viste, at fordelen ved 0 skat fremfor at betale skat løbende i et strengt proportionalt skattesystem svarer til skatten af den risikofri rente af den investerede kapital, jf. at kapitalmarkedslinien parallelforskydes nedad med $r \times t$. Ved 0 rente er kapitalmarkedslinjen før og efter skat derfor sammenfaldende, jf. i øvrigt teksten til Figur 1. I praksis vil det risikokorrigerede årlige merafkast ved at få et rentefrit lån af staten gennem at udskyde skat selvfølgelig være langt mindre end $r \times t$, fordi privates aktiegevinster realiseres på et eller andet tidspunkt.

Så $r \times t$ er et klart *overskøn* for den årlige lånefordel ved at udskyde skat i forhold til et strengt proportionalt skattesystem.

Hertil kommer, at ovenfor antog vi 0 udbyttebetaling. En væsentlig del af alle børsnoterede selskaber udbetaler udbytte. Det formindsker skatteudskydelsen ved realisationsprincippet, og kan let ændre fortegnet.

Skatteudskydelse som følge af realisationsprincippet spiller derfor en beskeden rolle for den naive investor ex ante, og kan endog være en ulempe. Ved investering gennem en udloddende investeringsforening medfører de høje udbytter høje skattebetalinger her og nu, selv om porteføljen har givet tab, dvs. fremskyndelse af skat og ikke udskydelse af skat.

Konklusionen er, at for en nystartet naive aktieinvestor er fordelen ved at få et forventet rentefrit lån af staten gennem skatteudskydelse som følge af realisationsbeskatning fremfor lagerbeskatning usikker, beskeden og muligvis negativ.

Progressive skattesatser og beskatning

Det danske aktieindkomstskattesystem er progressivt. I det følgende ses på forskellen mellem realisationsbeskatning og lagerbeskatning for så vidt angår progression.

Vi så tidligere, at med lagerbeskatning af aktieindkomst (skatteprincip 2) vil en investor med høj gennemsnitlig aktieindkomst over en vis formuegrænse kun få begrænset glæde af den lave skat på indkomster under 61.000 kr.

For en naive investor tegner der sig et uklart billede, hvor resultatet helt afhænger af formuestørrelsen. Vi betragter nedenfor investorer med en lidt længere tidshorizont.

Ubetydelige aktieformuer: Det er aktieformuer, der er så små, at den realiserede gevinst ved realisation aldrig kommer op over progressionsgrænsen. Her spiller progression ingen rolle.

Små aktieformuer: Det er aktieformuer, der er så store, at de over mange år akkumulerede gevinster kan overstige 50.000 kr., men samtidig er så små, at der aldrig er enkeltår med afkast over 50.000 kr. For sådanne formuer vil lagerprincippet være mest fordelagtigt ud fra progressionsovervejelser, fordi al aktieindkomst så beskattes med den lave sats, mens realisationsbeskatning vil gøre, at noget aktieafkast beskattes med den høje sats.

Store aktieformuer: Aktionærer med store formuer vil som hovedregel få udbytter⁵, der ved realisationsbeskatning gør, at deres skattemæssige aktieindkomst hvert år ligger over progressionsgrænsen, indtil de forlader aktiemarkedet. De har derfor maksimal udnyttelse af den lave skat på aktieindkomster under progressionsgrænsen, bortset fra en beskeden risiko for så vidt angår det sidste år på aktiemarkedet, hvor porteføljen realiseres. Realisationsbeskatning er således klart at foretrække ud fra progressionsovervejelser for de store formuer, sammenlignet med skatteprincip 2.

Mellemstore formuer: Vi så ovenfor, at for mindre formuer var lagerbeskatning marginalt bedst, men for store formuer var realisationsbeskatning klart bedst. Der må så være et formueniveau, hvor fortegnet skifter. Beregning heraf kræver imidlertid en umådelig mængde supplerende antagelser og beregninger. Vi betragter jo naive investorer, der træffer en engangsbeslutning, og så ikke vil ændre politik. Men de har forskellig tidshorizont, og de har forskellige planer mht. løbende opsparing. Det er umuligt at fastlægge generelle beløbsgrænser, der adskiller de forskellige nævnte formuestørrelser.

Ovenstående argumenter og konvolutberegninger giver forhåbentlig en vis idé om problemstillingen og dens kompleksitet.

Hovedkonklusionerne om betydningen af to skattesatser på positiv aktieindkomst for investor er:

- For den naive investor med en mindre aktieformue er der en meget beskeden fordel ved lagerbeskatning
- For den naive investor med en stor aktieformue er realisationsbeskatning klart bedst.
- For den naive investor med en mellemaktieformue må spørgsmålet pr. definition være uafklaret.

Indtil nu har vi betragtet den naive investor. For den skattemæssigt avancerede investor er realisationsbeskatning i sagens natur bedre end for den naive investor. Den avancerede inve-

5. De komplicerede udlodningsregler for akkumulerende investeringsforeninger gør, at det ikke gælder 100%.

stor vil være bedre til at undgå at slutte med et skattemæssigt udnytteligt tab, han vil være bedre til at udnytte progressionen i skattesystemet, og han vil være bedre til at få skattefri lån af staten ved at realisere tab, som så kan bruges skattemæssigt til at udskyde skat af udbytter. Mulighederne er dog klart bedst ved investering i enkeltaktier, hvor han kan realisere tab på enkeltaktier og derved udskyde skat af udbytter.

Det er værd at bemærke, at det er komplicerede beregninger og overvejelser, der skal foretages for at opnå ret beskedne gevinster. jf. Figur 1. Skatteudskydelse er kun virkelig værdifuld ved høje renter, og gevinsterne ved at optimal udnyttelse af progressionen i det danske skattesystem er begrænsede, fordi beløbene er så små. Den maksimale gevinst er som tidligere nævnt 9.150 kr.

Hvad er bedst?

Skatteyder kan til dels – men kun til dels – vælge mellem 3 skatteprincipper. Hvis han ønsker at investere i enkeltaktier, kan han kun vælge skatteprincip 1.

I det store og hele er vores konklusion, at som hovedregel står valget mellem skatteprincip 1 og skatteprincip 2.

I overvejelserne skal man udover en afvejning af de mange modstridende effekter også overveje spørgsmålet om enkelthed. Ved skatteprincip 1 skal der tænkes mere over skat. Omkostningerne ved at tilpasse risiko kan være store, hvis det fremskynder betaling af en latent skattebyrde. Enkelthed taler for valg af skatteprincip 2. Prisen er, at man ikke kan investere direkte i aktier.

Det bør understreges, at overvejelserne i denne artikel retter sig mod en investor, der skal til at *begynde* på aktieinvestering. Personer, der har en portefølje af direkte ejede aktier, hvorpå der hviler en stor latent skat, står over for nogle andre overvejelser. Gevinsten ved at udskyde skatter af *fremtidige* indtægter er langt mindre end gevinsten ved at udskyde en stor skat, der ved realisering vil forfalde nu. Dertil kommer, at en person med en portefølje med stor udskudt skat har meget lille risiko for at slutte med et udnyttet skattemæssigt underskud, modsat personen, der skal begynde på aktiemarkedet. Dvs. han er reelt sikret større proportionalitet mht. skat af fremtidige tab og gevinster. Det trækker også i retning af at beholde den eksisterende portefølje.

Det kan være konsistent at råde folk, der skal begynde på aktiemarkedet til at investere, så de beskattes efter skatteprincip 2, men samtidig råde folk, der allerede har en portefølje underlagt skatteprincip 1 og med en stor latent skat at beholde denne portefølje.

Alternative angrebsmetoder?

Vi har i denne artikel givet en beskrivelse af en lang række effekter for at give læseren et vist – men langt fra dækkende - indblik i relevante overvejelser og størrelse af effekter.

Man kunne alternativt angribe problemet ved at opstille en stor model baseret på antagelser om investors ejerperiode, op- og nedsparingsplaner osv., og så beregnet, hvilket skatteprincip, der er mest fordelagtigt ved forskellige forudsætninger. Der er flere grunde til, at denne metode ikke er valgt:

1. Den giver ikke læseren indsigt i, hvad der ”driver” forskellene.
2. Resultaterne er meget følsomme over for forudsætningerne, dvs. resultaterne vil kun kunne bruges af forholdsvis få.
3. Der er betydelige problemer med risikokorrektion. Man kan

ikke blot sammenligne forventede afkast over en længere periode ved at investere et givet beløb 100% i aktier under forskellige skatteregimer. Investors efter-skat-risiko vil være forskellig, og der skal korrigeres herfor. Ellers får man som hovedregel, at udskydelse af skat er mest fordelagtigt, fordi man herved i gennemsnit opnår at have et større beløb investeret i aktier end ved lagerbeskatning. Men den konklusion er ikke nødvendigvis rigtig, når der korrigeres for risiko.

Øvrige overvejelser

En finansiel virksomhed skal ifølge ”Bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder”, § 13 ”som led i sin rådgivning oplyse om konsekvenser af de skatteregler, som er relevante for kunden i forhold til de produkter og ydelser, som rådgivningen omfatter”. Det er et spørgsmål om fortolkning, hvad det indebærer. Er det nok at redegøre for skattereglerne ved investering i det pågældende finansielle produkt, eller skal der foretages en egentlig kvantitativ analyse ud fra forudsætninger om investeret beløb, varians osv.? Givet områdets kompleksitet vil det være urimeligt at forlange en sådan analyse, også fordi den er meget følsom over for valg af forudsætninger, investeringshorisont osv. Pengeinstitutter vil – med god grund – være tilbageholdende med andet end at redegøre for de skattemæssige regler, der gælder ved investering i finansielle produkter, og mere tilbageholdende med egentlig rådgivning. Man vil ofte henvise kunden til at rådspørge sin revisor/skatteadvokater om skatteovervejelser. De færreste investorer har en revisor/skatteadvokater, da udgiften hertil hurtigt vil spise en eventuel gevinst, og disse rådgivere har i øvrigt næppe tilstrækkelig viden til at svare udtømmende på spørgsmål herom. Investor er derfor lidt på ”Herrens mark” for så vidt angår skat.

Sammenfatning og konklusion

1. Det danske skattesystem for afkast af aktier er kompliceret, selv når man begrænser sig til frie midler. En dansk skatteyder har reelt muligheden for at vælge mellem flere forskellige skatteprincipper for sin aktieportefølje. Hvert skatteprincip har sine fordele og ulemper, og fordele og ulemper er afhængige af personens aktieformue, øvrige indkomster, tidshorisont for investeringen og investors viden og tid.
2. Det er forståeligt, hvis investeringsrådgivere fravælger at rådgive om skat, for der er så mange hensyn at tage, at selv god og kvalificeret rådgivning let kan kritiseres.
3. Undervisning i aktieinvestering og overvejelser om aktieinvestering tager udgangspunkt i kapitalmarkedslinjen før skat. I alt for lille omfang diskuteres betydningen af skat for kapitalmarkedslinjen og for investeringsovervejelserne. Det er et forsømt område.
4. Hvis man vil forstå beskatningen af indkomst fra aktier i Danmark, er det hensigtsmæssigt først at betragte et rent symmetrisk skattesystem, og derefter overveje på hvilke områder de forskellige mulige skatteprincipper for aktieafkast afviger fra ren symmetri.
5. I forbindelse med rådgivning om skat er det hensigtsmæssigt at skelne mellem ”dovne og uvidende investorer”, som blot vil føre en køb og behold politik og ikke foretage skattemæssigt begrundede omlægninger og ”avancerede investorer”, som søger at skatteplanlægge år for år. Disse to grupper bør ikke nødvendigvis have samme råd.

6. Skattereglerne for godkendte ETF'er og akkumulerende danske investeringsforeninger, der har valgt beskatning som aktieindkomst, er på mange måder det, der kommer nærmest et rent symmetrisk skattesystem.
7. Specielt ved korte investeringsperioder kan asymmetriene ved realisationsbeskatning ramme investor hårdt. Der er nok tendens til at "overopmuntre" specielt unge til aktieinvestering. Det gælder så meget desto mere, fordi unges naturlige overdrevne selvtillid let fører dem til investering i enkeltaktier ud fra stor tro på egne evner til at vælge de rigtige aktier.
8. Vores gennemgang repræsenterer en betydelig *forsimpling* af problemstillingerne. Vi har f.eks. antaget perfekte kapitalmarkeder bortset fra skat. Men inddragelse af låneomkostninger og forskelle i skattesats på kapitalindkomst og aktieindkomst vil yderligere komplicere tingene og påvirke konklusionerne.

Den britiske premierminister Winston Churchill beskrev engang Sovjetunionen som *A riddle wrapped up in a mystery inside an enigma*.

Den investor, der prøver at manøvrere bedst muligt i det lumskede farvand med skjulte klipper, strømhvirvler og hajer, som dansk lovgivning om beskatning af aktieinvesteringers afkast

udgør, vil forstå Churchills frustration over Kremles uigennemsigthed.

Denne artikel prætenderer ikke at give mange endelige svar, men vi håber artiklen har skabt mere klarhed over de elementer, der skal *indgå* i overvejelserne, specielt med hensyn til at betragte de forskellige asymmetrier i beskatningen set i forhold til et strengt proportionalt skattesystem.

Litteratur

- Beierholm Finansiell Rådgivning, 2023: *Pas på lagerbeskatning*.
- Falcon Fondsmæglerselskab A/S 2020: *Lagerbeskatning: Bedre end realisationsbeskatning?*
- Finanstilsynet, 2013: *Bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder*.
- Finanstilsynet, 2016: *Vejledning til bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder*.
- Møller, Michael, Claus Parum og Kristian Myrup Pedersen, 2022: Risikopræmier før og efter skat. *Finans/Invest* 2/22, s. 11-19.
- Nord Investments, 2022: *Sådan beskattes du hos Nord*.
- Økonomiske Råd, Det, Formandsskabet, 2023: *Dansk Økonomi efteråret 2023*. ■

Solvency II risikonøgletal til din portefølje?

Vi kan regne risikonøgletal til din portefølje af danske og europæiske obligationer samt renteswaps og øvrige rentederivater.

Nøgletal inkluderer deltavektorer og rentestød til f.eks. EIOPA rentekurven samt relevante følsomheder og scenarieberegninger. Data leveres til dit foretrukne system, f.eks. Aloc PORTMAN og bagefter kan du regne videre på porteføljen med RIO's add-in til Excel.

Kontakt os eller læs mere på scanrate.dk

+45 86 205 210

info@scanrate.dk

www.scanrate.dk

Frederiks Plads 42, 10. | 8000 Aarhus C

SCANRATE 
Part of Vitec Software Group