

## Udlodning fra selskab til hovedaktionær med privat gæld

Møller, Michael; Parum, Claus

*Document Version*  
Final published version

*Published in:*  
Finans/Invest

*Publication date:*  
2019

*License*  
Unspecified

*Citation for published version (APA):*  
Møller, M., & Parum, C. (2019). Udlodning fra selskab til hovedaktionær med privat gæld. *Finans/Invest*, (5), 23-30.

[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](mailto:research.lib@cbs.dk)) providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Download date: 02. Nov. 2024



# Udlodning fra selskab til hovedaktionær med privat gæld

Mange mennesker har formue i et selskab med finansielle aktiver og ingen gæld. De skal overveje, hvordan og hvor meget de skal have udbetalt fra selskabet hvert år. I artiklen analyseres optimal udlodningspolitik fra et gældfrit selskab med finansiell formue til en hovedaktionær med privat gæld. Det er ikke altid lige oplagt, hvad den optimale udlodningspolitik er, og en del hovedaktionærer træffer sandsynligvis fejlagtige beslutninger ud fra fornemmelser. I artiklen argumenteres for:

- Det nuværende lave renteniveau giver sandsynligvis en del hovedaktionærer den opfattelse, at realkreditlån er billige, og at der derfor skal optages privat gæld, men et lavt renteniveau er tværtimod et argument for at udlodde mere fra selskabet for at nedbringe privat gæld.
- Udlodningspolitikken bør først og fremmest afhænge af, hvad der betales i rentemarginal på den sidst lånte krone. For afdragsfri realkreditlån kan denne rentemarginal være væsentligt over 2%. Det er en høj rentemarginal at betale for velstående privatpersoner med stor formue i et selskab.
- Beslutningen er langt fra oplagt, fordi flere forhold, bl.a. forventninger om fremtidige aktieindkomstskatteregler, spiller ind.

## AF FORFATTERE



Professor, lic.polit. **Michael Møller**  
Institut for Finansiering, CBS  
E-mail: mm.fi@cbs.dk

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



Lektor, cand.polit., ph.d. **Claus Parum**  
Institut for Finansiering, CBS  
E-mail: cp.fi@cbs.dk

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

Note: Forfatterne takker Ken L. Bechmann for nyttige kommentarer til artiklen.

## Den velstående erhvervsmand

Der findes en del litteratur, som beskæftiger sig med spørgsmålet om, *hvordan* en hovedaktionær bør udlodde kapital fra sit selskab: Skal der udbetales fradragsberettiget løn, eller skal der udbetales udbytte? Fx opstiller Blicher Revision (2019) en gavnlig prioritering for den skattemæssigt optimale rækkefølge af udbetalinger, givet at der er mulighed for frit at vælge, om der skal betales udbytte eller løn<sup>1</sup>, med angivelse af samlet effektiv marginalskat. Skattesatserne for løn er kommuneafhængige.

Herom er der ikke meget uenighed. Men et nok så væsentligt spørgsmål er, *hvor meget* der skal udloddes. Det er emnet for denne artikel, der specielt retter sig mod de mere velstående personer. Vi beskæftiger os fortrinsvis med hovedaktionærer, der

1. Skattevæsenet vil ikke nødvendigvis anerkende en hvilken som helst fordeling, om end der er vide rammer. Specielt synes der at være gode muligheder for at hæve mindre i løn, end hvad en 'fair' løn umiddelbart ville tilsige.

betaler 42% skat af aktieudbytter, og for hvem det, jf. Tabel 1, er mest relevant at tage penge ud i form af udbytter.

Et ofte set syn er den succesrige iværksætter, der har solgt sin virksomhed for 50 – 100 mio. kr. og nu har disse penge i sit holdingselskab. Typisk investeres pengene i holdingselskabet i værdipapirer, og der er ingen gæld i selskabet. Efter salget af driftsvirksomheden skal hovedaktionæren i gang med at lægge sit liv om, fordi han nu har mere tid og flere penge. Det indebærer ofte som noget af det første et par nye og store biler samt et nyt og større hus.

Det rejser spørgsmålet: Hvordan skal personen finansiere de nye biler og den nye bolig? Skal han finansiere nyanskaffelserne med banklån/realkreditlån, med udtræk af en del af den store egenkapital i holdingselskabet, eller med en kombination?

Problemstillingen er også relevant for andre hovedaktionærer med selskaber med store finansielle aktiver, jf. at både kunstnere, forfattere og andre ofte vælger at drive virksomhed gennem et selskab og opsparer betydelige midler i selskabet.

Vort indtryk, baseret på anekdotiske informationer, indikerer en betydelig lyst til at optage maksimalt realkreditlån for at minimere udtræk fra selskabet.

Beslutningerne træffes ikke nødvendigvis ud fra rationelle overvejelser. De færreste iværksættere har 'matematikken' på

Tabel 1: Samlet effektiv skattesats for udbytte og løn

Udbetalingsform	Marginalskatteprocent (2019)
Løn op til topskattegrænsen	39,2%
Minimumsudbytte (22% selskabsskat og 27% aktieindkomstskat af restbeløbet)	43,1%
Udbytte udover 108.000 kr. (22% selskabsskat og 42% aktieindkomstskat af restbeløbet)	54,8%
Løn udover topskattegrænsen	56,5%

Kilde: Blicher Revision (2019).

fingerspidserne. Mange hovedaktionærer har formodentlig en instinktiv modvilje mod at fremskynde skat ved at udlodde udbytte, og en del har en fra 'gamle dage' nedarvet opfattelse af, at 'gæld er godt' - og i dag ovenikøbet billig.

Heller ikke alle rådgivere har nødvendigvis matematikken på fingerspidserne. Derudover har pengeinstitutter og kunder ofte modstående interesser. Pengeinstitutter har en egeninteresse i balanceoppustning, da de kan tjene penge både på formueforvaltning og på långivning. I øvrigt kan rådgiverne ønske at minimere risikoen for, at deres anbefalinger kort tid efter viser sig at have været 'tåbelige', først og fremmest hvis skattesatsen på aktieindkomst nedsættes, f.eks. i sammenhæng med en nedsættelse af topskatten.

I denne artikel ser vi på de væsentligste forhold, som bør indgå i overvejelserne om optimal udlodningspolitik fra et selskab til en hovedaktionær med privat gæld, og der opstilles korte tilnærmede 'konvolutformler' til beregning af, hvad der er mest fordelagtigt.

I artiklen ser vi hovedsagelig på realkreditlån. Vi vil derfor i det store og hele bruge bidragssats som synonym for rentemarginal, selv om det ikke er helt korrekt på grund af omkostninger, kursskæring med videre. Men bidragssatsen kan betragtes som den nedre grænse for rentemarginalen på realkreditlån, dvs. forskellen mellem lånerente og obligationsrente.

I artiklen opstiller vi ikke en stor samlet model. Vi forsøger i stedet for at øge forståelsen ved at fokusere på tre førsteordenseffekter, som beskrives hver for sig i tre af de efterfølgende afsnit. Vi foretager en konvolutberegning af den forventede årlige efter-skat nettogevinst delt op i de beskrevne tre delelementer, der så lægges sammen til sidst. De tre effekter er:

- Et forventet tab ved at hæve her og nu frem for senere, fordi selskabsskattesatsen er lavere end skattesatsen på kapitalindkomst, uanset om kapitalindkomsten er positiv eller negativ.
- En forventet gevinst ved at hæve her og nu frem for senere, fordi man undgår at betale en rentemarginal.
- En effekt ved at hæve her og nu fremfor senere, der forventningsmæssigt kan være både positiv og negativ som følge af forventning om ændret skat på aktieindkomst i fremtiden.

I det følgende vil vi for enkeltheds skyld altid regne med fortegn, så vi altid taler om 'forventet gevinst' ved at hæve, også når fortegnet er negativt.

## En simpel model

Lad os først betragte en simpel situation, hvor:

- En del af formuen i selskabet er placeret i risikofri obligationer.
- Marginalskattesats for udbytter fra selskabet (aktieindkomst) er 42%.
- Marginal selskabsskattesats er 22%.
- Investorer med positiv nettokapitalindkomst beskattes med 42%, og investorer med negativ nettokapitalindkomst beskattes med 33%.<sup>2</sup>
- Rentemarginalen er nul.

2. Vi vil ikke komplicere begreberne med beregninger med 25% skattebesparelse på renteudgifter, men det er let for læseren selv at gøre.

Bemærk, at det forudsættes, at en del af formuen i selskabet investeres i risikofri obligationer. Hvis personen er så risikovillig, at han kun har risikobehæftede aktiver, holder de efterfølgende beregninger ikke. Forudsætningen vurderes at være rimelig for de fleste større selskaber af den type, som vi ser på her.

Forudsætningen om en rentemarginal på nul er selvfølgelig urealistisk, og den ændres efterfølgende. Den gøres for at opdele den samlede effekt af at udlodde fremfor at låne i de tre tidligere nævnte delelementer.

Under ovennævnte forudsætninger kan det kun betale sig at udlodde kapital fra selskabet fremfor at låne, hvis *renten er negativ*.

Hvis renten er positiv, vil obligationsformue i selskabet vokse med renten efter 22% skat, som vi uddyber nedenfor, mens pengene, hvis de hives ud af selskabet, kun vil give et afkast svarende til renten efter 33% skat, hvis personen har negativ nettokapitalindkomst, eller renten efter 42% skat, hvis personen har positiv nettokapitalindkomst.

Jo højere renten er, desto dyrere er det at udlodde kapital førtidigt.

Skatten på udlodninger fra selskabet indgår ikke i de ovenstående betragtninger. Med de givne forudsætninger er der reelt tale om, at selskabsejeren kun ejer 58% af selskabets formue, mens skattevæsenet ejer de resterende 42%. Afkastet efter skat af efter-skat obligationsformuen svarer til renten efter selskabs-skat.<sup>3</sup>

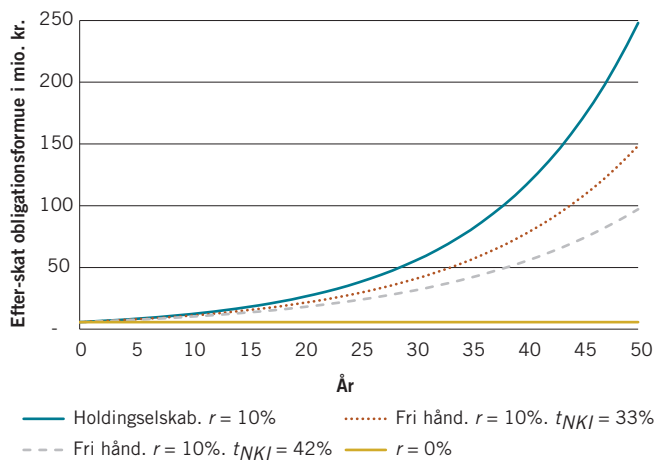
Forbløffende mange hovedaktionærer i selskaber har den opfattelse, at der er en skattemæssig fordel ved at udskyde skat. De opfatter skatteudskydelse, som om de herved får et rentefrit lån af staten. Det er en misforståelse: Hvis de udskyder at trække penge ud af selskabet, vil de ved senere realisation/udtrækning også betale 42% skat af den værditilvækst, der er sket i selskabet, siden de udskød at udlodde kapital, og som de allerede er blevet beskattet af én gang, nemlig med selskabsskattesatsen.

Betragt en hovedaktionær, som har placeret 10 mio. kr. af sin formue i selskabet i risikofrie obligationer. I Figur 1 viser den grønne stiplede kurve, hvordan hovedaktionærens efter-skat obligationsformue udvikler sig over tid, hvis han udlodder de 10 mio. kr. fra selskabet i år 0, betaler 42% skat af udlodningen og investerer pengene privat til en årlig rente på 10%, når hans nettokapitalindkomstskattesats er 42%. Den blå fuldt optrukne kurve i Figur 1 viser, hvordan værdien efter skat af de 10 mio. kr. inkl. løbende afkast udvikler sig, afhængig af hvor længe de bliver i selskabet (til 10% rente), før hele beløbet inkl. rente og rentes rente udloddes som udbytte.

På fri hånd vil hovedaktionærens efter-skat obligationsformue vokse til 5,8 mio. kr.  $\times 1,058^n$  efter  $n$  år, når hans nettokapitalindkomstskattesats er 42%. Ved opsparing i selskabet med udlodning efter  $n$  år vil efter-skat obligationsformuen vokse til

3. Det er fuldstændig parallelt med problemstillingen mht. pensionsformue. Hvis skatten ved indbetaling og udbetaling fra pensionsordning er den samme, er fordelene ved pensionsindskud ikke fradragsretten ved indbetaling, for den opvejes af skatten ved udbetaling. Fordelen består i den lave skattesats på det løbende afkast af pensionsformuen,

**FIGUR 1:** Hovedaktionærs efter-skat obligationsformue over tid afhængig af rente, og om pengene er på fri hånd eller i selskab



Note:  $t_{NKI}$  er skattesatsen på kapitalindkomst,  $r$  er renten. Ved  $r = 0\%$  er formuen konstant over tid og uafhængig af skattesats og uafhængig af, om pengene er på fri hånd eller i holdingselskab.

5,8 mio. kr.  $\times 1,078^n$ . Obligationsformuen i selskabet vokser til 10 mio. kr.  $\times 1,078^n$  i år  $n$  før aktieindkomstbeskatning, men ved udlodning af hele obligationsformuen i år  $n$  betales der 42% skat af hele obligationsformuen. Hovedaktionærens efter-skat obligationsformue i år  $n$  er derfor 5,8 mio. kr.  $\times 1,078^n$ .

Hvis hovedaktionæren før udlodning af kapital fra holdingselskabet har negativ nettokapitalindkomst som følge af privat gæld, er fordelene ved at lade pengene stå i holdingselskabet mindre, end hvis hovedaktionæren har positiv nettokapitalindkomst før udlodning af kapital fra holdingselskabet, fordi udtræk fra holdingselskabet vil give et afkast svarende til renten efter 33% skat fremfor 42% skat – se den røde prikkede kurve i Figur 1.

For privatpersoner med så store renteudgifter, at fradragsværdien af renteudgifter kun er ca. 25%, er det næsten ligegyldigt, om pengene ligger privat eller i selskabet, selv når renten er 10%. Penge i selskabet giver et afkast på 7,8% efter hensyntagen til alle skatter, mens penge uden for selskabet giver et afkast på 7,5%.

Ved en årlig rente på 0% vil alle linjer selvfølgelig være vandrette og sammenfaldende. Efter-skat obligationsformuen vil uafhængigt af periodelængde være 5,8 mio. kr., hvad enten pengene haves først eller sidst.

Med de nuværende renter omkring 0% gør det praktisk talt ikke nogen forskel, hvornår man hæver.

Nedenfor defineres nogle begreber for at opstille en generel formel:

$K$	Udloddet beløb.
$r$	Den risikofri obligationsrente.
$t_{AI}$	Den marginale aktieindkomstskattesats.
$t_S$	Den marginale selskabsskattesats.
$t_{NKI}$	Den marginale nettokapitalindkomstskattesats.

Fra ovenstående får vi led nr. 1 til brug for beregning af den årlige effekt efter skat, ved at selskabet udlodder beløbet  $K$  til hovedaktionæren her og nu frem for senere.

Den årlige efter-skat gevinst, ved at selskabet udlodder beløbet  $K$  til hovedaktionæren nu frem for senere, bliver:

$$(1) \quad K \times (1 - t_{AI}) \times r \times (t_S - t_{NKI})$$

Denne ligning fortæller simpelt og intuitivt effekten af forskelle i skattesatsen på selskabsindkomst og kapitalindkomst.

Med  $K = 10$  mio. kr.,  $t_{AI} = 42\%$ ,  $r = 1\%$ ,  $t_S = 22\%$ , og  $t_{NKI} = 33\%$  fås en årlig nettogevinst på -6.380 kr.

Dvs. der er et tab ved at hæve nu frem for senere, men det er ret ubetydeligt ved det nuværende renteniveau.

Ved en negativ rente vendes resultaterne selvfølgelig, så det er bedst at hæve pengene hurtigst muligt.

## Den lidt mindre simple model med rentemarginal

Lad os nu koncentrere os om den nok hyppigst forekommende situation, hvor hovedaktionæren ønsker sig et stort hus og et par dyre biler, dvs. hvis han ikke hæver fra selskabet, må han finansiere sig med gæld, på hvilken der betales en rentemarginal.

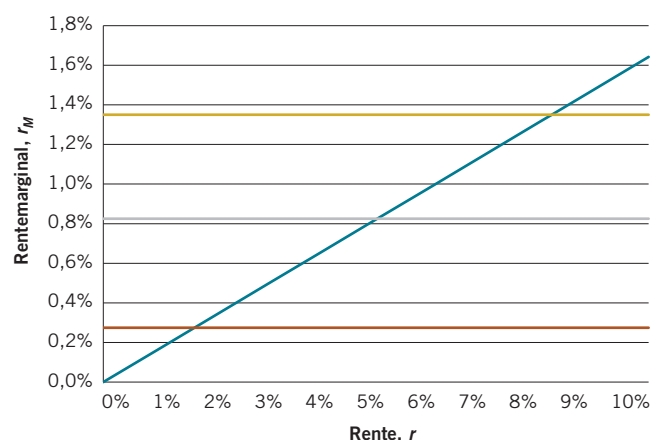
Vi vil nu se på den rolle, rentemarginalen spiller ved at fokusere på følgende spørgsmål:

*Under hvilke forhold er det optimalt at lade pengene stå i selskabet og samtidig optage lån privat, og under hvilke forhold er det bedst at udlodde udbytte fra selskabet for at undgå privat gæld?*

Under de givne forudsætninger er hovedaktionæren indifferent mellem at optage lån privat og udlodde kapital fra selskabet, når lånerenten efter 33% skat er lig med obligationsrenten efter 22% skat. Under den forudsætning giver penge investeret i obligationer i selskabet samme afkast efter skat, som hovedaktionæren får af penge uden for selskabet, hvor han får den sparede lånerente efter skat. Betingelsen for indifferens / neutralitet er:

$$(2) \quad (r + r_M) \times (1 - t_{NKI}) = r \times (1 - t_S) \Rightarrow r_M = \frac{t_{NKI} - 1 - t_S}{1 - t_{NKI}} \times r$$

**FIGUR 2:** Obligationsrente, rentemarginal og neutralitet



Note: Den blå linje viser samvarende værdier for rente og rentemarginal, der gør selskabssejer indifferent mellem at låne og at udlodde kapital fra selskabet. Den gule linje viser bidragssats (rentemarginal) for lån over 60% af ejendommens værdi, den grå linje bidragssats for lån i intervallet 40-60% af ejendommens værdi, og den røde linje viser bidragssats for lån under 40% af ejendommens værdi. Kilde: Realkredit Danmark, jf. i øvrigt Tabel 2

hvor:

$r_M$  Rentemarginalen.

Ved  $t_S = 22\%$ , og  $t_{NKI} = 33\%$ , fås:  $r_M = (11 / 67) \times r$

Figur 2 viser denne neutralitetslinje. Alene for kombinationer af renter og rentemarginaler *under* denne neutralitetslinje kan det betale sig at have realkreditlån, samtidig med at man ejer (nogenlunde) tilsvarende obligationer i sit selskab.

**TABEL 2: Bidragssatser på nye lån i ejerboliger afhængig af belåningsinterval**

Belåningsinterval	0-40%	40-60%	> 60%
Fastforrentet obligationslån med afdrag	0,2748%	0,8248%	1,35%
Flexlån F5-F10	0,45%	1,00%	1,5252%
Flexlån F1-F2	0,70%	1,25%	1,7752%
Tillæg i afdragsfri periode	0,10%	0,10%	0,3252%

**Note:** Tillægget for afdragsfrihed betales for hele lånet og betales kun, mens lånet er afdragsfrit. Kilde: Realkredit Danmark

Bemærk, at bidragssatserne i Figur 2 er for fastforrentede lån med afdrag, dvs. de udgør en undergrænse for de mulige bidragssatser. Bidragssatserne er som vist i Tabel 2 højere på flexlån, og de er højere på afdragsfri lån, ligesom der også skal tages hensyn til, at der er en 'skjult' rentemarginal som følge af kurssikring ved specielt flexlånene. Specielt for så vidt angår afdragsfri lån undervurderer mange, hvad den sande marginale lånerente er. Det er lidt kompliceret at beregne den sande marginale lånerente. Ved afdragsfri lån får man kun lidt mere kredit, men man skal betale en forøget rentemarginal på *hele* lånet, dvs. rentemarginalen på det marginale lån kommer hurtigt væsentligt over 2%, jf. i øvrigt Florentsen, Møller og Parum (2014).

For et fastforrentet lån ud over 60% af ejendommens værdi er bidragssatsen 1,35%, hvis der betales afdrag. For disse lån skal obligationsrenten som vist i Figur 2 være over  $(67 / 11) \times 1,35\% = 8,22\%$  for at det kan betale sig at optage realkreditlån frem for at nedbringe obligationsbeholdningen i selskabet og derefter udlodde udbytte.<sup>4</sup>

Givet det nuværende renteniveau kan det selv ved den allerlaveste rentemarginal ikke betale sig at optage realkreditlån frem for at sælge obligationer og udlodde udbytte fra selskabet.

### Hvad betyder rentemarginalen alene?

Ovenstående fremstilling er lidt 'koncentreret', fordi vi har slået to effekter sammen, nemlig effekten af forskelle i skattesatser og effekten af rentemarginal.

Lad os forsimple tingene ved til supplerung af den tidligere beregnede formel, der viste effekten af forskelle i skattesatser, at

4. For en ordens skyld bemærkes, at hvis renten kommer blot i nærheden af det niveau, vil det formodentlig være relevant at gå ud fra 25% rentebesparelse på private realkreditlån, og i så tilfælde kan det for alle praktiske formål ikke betale sig at optage lån for at undgå udlodning, givet forudsætningerne.

opstille et nyt udtryk, der kun viser effekten af rentemarginalen.

Vi har i (1) udregnet effekten af udlodning kontra ikke-udlodning *uden* rentemarginal. Dvs. vi skal nu kun beregne ekstraudgiften som følge af rentemarginalen eller udtrykt omvendt, nettogevinsten ved at slippe for at betale rentemarginal.

Nettogevinsten ved at slippe for rentemarginalen er rentemarginalen efter skat ganget med det beløb, hvorpå der spares rentemarginal, hvilket er det udloddede beløb efter skat.

Led nr. 2 til brug for beregning af den årlige gevinst efter skat ved, at holdingselskabet udlodder beløbet  $K$  til hovedaktionæren her og nu frem for senere, er således:

$$(3) \quad K \times (1 - t_{AI}) \times r_M \times (1 - t_{NKI})$$

Vi så tidligere, at der ved en rente på 1% var en årlig negativ effekt af at udlodde nu frem for senere på 0,11% af det udloddede beløb efter aktieindkomstskat.

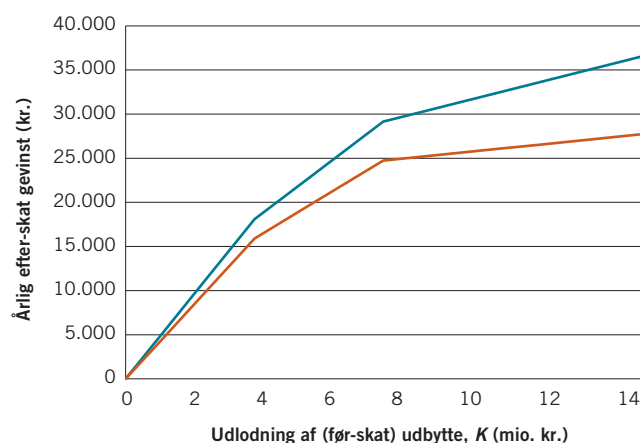
Men effekten af at spare rentemarginalen efter skat er væsentligt højere. Selv med den lavest mulige rentemarginal, nemlig 0,2748%, er besparelsen ved at undgå rentemarginalen større end gevinsten pga. asymmetrien på beskatningen af obligationsafkastet.

### Et simpelt regneeksempel

Betrakt en velstående person, der har solgt sit driftsselskab og har et betydeligt antal mio. kr. i sit holdingselskab. Han står overfor at købe en bolig til 10 mio. kr. Han har 2 mio. kr. i fri egenkapital og har valgt mellem at finansiere de resterende 8 mio. kr. ved at optage et realkreditlån eller ved at udlodde udbytte fra sit holdingselskab. Hvad er den årlige efter-skat gevinst ved at udlodde udbytte fra holdingselskabet nu frem for at optage et realkreditlån?

Figur 3 viser den årlige efter-skat gevinst som funktion af det udloddede før-skat beløb,  $K$ . Sådanne beregninger er følsomme over for, om der optages flexlån eller fastforrentet lån, dels fordi skatteasymmetrien mellem selskabsskattesatsen og nettokapitalindkomstskattesatsen vokser med den effektive rente, dels fordi flexlån indebærer større skjulte omkostninger til kurssikring,

**FIGUR 3: Årlig efter-skat gevinst ved at udlodde fremfor at låne**



**Note:** Den blå linje angiver gevinsten ved  $r = 0\%$  og  $t_{NKI} = 33\%$ , den røde linje angiver gevinsten ved  $r = 1\%$  og  $t_{NKI} = 33\%$ .



dels pga. engangsbesparelser som følge af, at der ved egenkapitalfinansiering (afhængigt af forudsætningerne) er lavere omkostninger til tinglysning, stempel, lånoptagelse osv.

Vi viser besparelsen under to forskellige forudsætninger:

- En obligationsrente på 0% og en skattebesparelse på private renteudgifter på 33%.
- En obligationsrente på 1% og en skattebesparelse på private renteudgifter på 33%.

Vi gør de forenklede forudsætninger, at bidragssatsen er som for fastforrentede realkreditlån, og at der ikke er omkostninger til kurssikring, lånoprettelse osv. Dvs. den reelle besparelse vil være større end vist her.

En udlodning på knap 3,45 mio. kr. vil efter 42% beskatning give 2 mio. kr. og muliggøre, at realkreditlånet falder til 60% af ejendommens værdi. Låntager sparer derfor en rentemarginal på 1,35% af 2 mio. kr. Efter-skat svarer det til 0,9045% af 2 mio. kr. eller 18.090 kr. om året, når vi benytter en nettokapitalindkomstskattesats på 33% (den blå kurve i Figur 3, som alene viser effekten af rentemarginalen).

Hvis vi antager, at renten er 1% i stedet for 0%, kan vi illustrere de to effekter sammen, dvs. effekten af rentemarginal og effekten af forskelle i skattesatser (den røde kurve i Figur 3).

Det ses af figuren, at omkring halvdelen af den mulige samlede besparelse opnås ved at udlodde en fjerdedel af det nødvendige beløb, og det resultat er ret uafhængigt af, om obligationsrenten er 0% eller 1%.

Beregningerne kan forfines ved at ændre på forudsætningerne, men det vil ikke ændre på hovedkonklusionen.

Der er praktisk talt ingen risiko forbundet med udlån til den betragtede persongruppe, nemlig meget velstående privatpersoner. Det gør det set fra deres synsvinkel dyrt at betale en rentemarginal med en risikopræmie, der afspejler tabsrisiko.

For en ordens skyld bemærkes, at vi ovenfor har antaget, at afkastet af obligationsformuen i holdingselskabet svarer til obligationsrenten. Det er dog en meget "optimistisk" forudsætning.

Det er ganske almindeligt, at selv velstående personers selskaber investerer i obligationer gennem en investeringsforening for at undgå besværet med (efter en vis periode pga. udtrækninger og geninvesteringer) at eje obligationer i et stort antal forskellige obligationsserier. Brug af en investeringsforening medfører let en ÅOP på måske 0,3%.

Derudover er der mange, der betaler et årligt porteføljerådgivningshonorar, der udgør en vis promilleandel af den forvaltede formue.

De samlede årlige omkostninger ved balanceoppustning kan komme ganske højt op. Det styrker yderligere argumentet for at udlodde for at indfri privat gæld.

## Den mere realistiske model

Lad os nu gøre modellen endnu mere realistisk. Vi inddrager nu muligheden for, at den marginale aktieindkomstskattesats (skattesatsen ved udbetaling) kan blive ændret over tid. Skattesystemer ændrer sig løbende. Selskabsskattesatsen ændrer sig, aktieindkomstskattesatserne ændrer sig, og nettokapitalindkomstskattesatserne ændrer sig over tid. Mange har i adskillige år argumenteret for en nedsættelse af topskatten og en hermed sammenhængende nedsættelse af højeste aktieindkomstskat.

Men omvendt har regeringsskiftet i 2019 øget sandsynligheden for forhøjelse af topskat og forhøjelse af aktieindkomstskat til 45%<sup>5</sup>. Forventninger om skatteforhøjelser taler selvfølgelig yderligere for hævning her og nu og gældsnedbringelse. Nedenfor ser vi derfor kun på overvejelserne for dem, der forventer nedsættelse af aktieindkomstskatten.

Det skal nævnes, at personlig tilpasning til skattesystemændringer er asymmetrisk. Det er hurtigt at udlodde penge fra selskabet, hvis det er hensigtsmæssigt. Men når hovedaktionæren først har udloddet pengene, er det svært / langsomt på en fornuftig måde at få pengene tilbage i selskabet igen. Hvis ejeren skyder 100 kr. ind i holdingselskabet, vil skattevæsenet ikke refundere ham 42 kr.<sup>6</sup> Det spørgsmål vil vi dog ikke komme yderligere ind på.

Der er således en række forhold, der gør overvejelserne mere komplicerede end skitseret i det forrige afsnit 'Den lidt mindre simple model'.

Hovedaktionæren kan have forventninger om ændringer i selskabsskattesatsen, aktieindkomstskattesatserne og/eller nettokapitalindkomstskattesatserne. Af disse tre er langt den vigtigste aktieindkomstskattesatsen givet det lave renteniveau, vi har i dag.

## Tid er penge

Betragt en hovedaktionær, som har klare forventninger om, at den højeste eksisterende aktieindkomstskattesats,  $t_{AI}$ , bliver nedsat fra 42% til  $t_{AINY}$  fra år  $n$ . I det følgende antager vi, at  $t_{AINY}$  er enten 38% eller 34%.

Lad os igen tage udgangspunkt i det simplest mulige tilfælde, nemlig en obligationsrente på nul.

Det er ikke nok at have en forventning om en senere nedsættelse af skattesatsen. Det er også af betydning, hvor længe det varer, før skattesatsen bliver nedsat.

Hvor mange år skal der gå til den forventede skattenedsættelse, for at hovedaktionæren er indifferent / neutral mellem hhv. at udlodde udbytte fra selskabet nu for at undgå privat gæld og lade pengene stå i selskabet og samtidig optage lån privat, givet  $t_{AI} > t_{AINY}$ ? Det kommer an på rentemarginalen.

Figur 4 viser ligevægtsbidragssatser,  $r_M$ , som funktion af  $n$ , for forskellige værdier af den forventede fremtidige aktieindkomstskattesats,  $t_{AINY}$ .

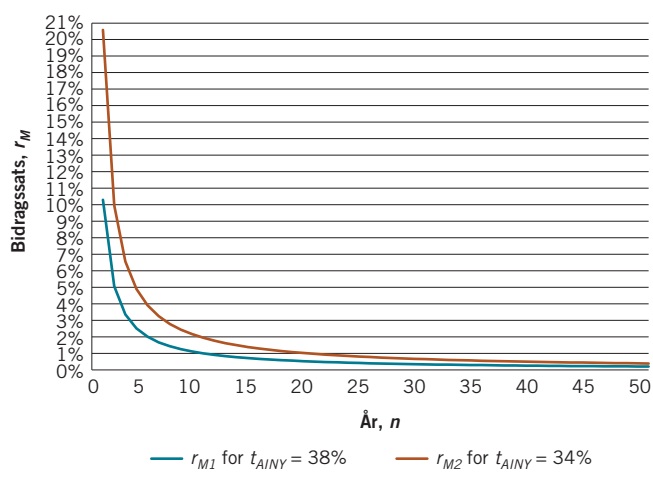
Ligevægtsbidragssatserne findes ud fra ligningen:

$$(4) \quad \frac{(1 - t_{AINY})}{(1 - t_{AI})} - 1 = (1 + r_M \times (1 - t_{NKI}))^n - 1 \Rightarrow$$

$$r_M = \frac{\left(\frac{1 - t_{AINY}}{1 - t_{AI}}\right)^{\frac{1}{n}} - 1}{1 - t_{NKI}}$$

5. Der har også været tanker fremme om forhøjelse af højeste skattesats på positiv kapitalindkomst til 59%, men da vi hovedsagelig interesserer os for spørgsmålet om gæld kontra ingen gæld, er dette ikke så interessant for vores overvejelser.
6. Mange ejere af selskaber vil løbende hæve fra selskabet for at finansiere løbende forbrug. Det er for disse i praksis muligt at 'skyde penge ind' i selskabet ved i en årrække at finansiere forbrug ved lån og derved undlade at hæve fra selskabet.

**FIGUR 4:** Ligevægtsbidragssatser som funktion af  $n$  for alternative værdier af forventet fremtidig aktieindkomstskattesats,  $t_{AINY}$



På *venstresiden* har vi det relative afkast over perioden  $n$  ved at undlade at udlodde udbytte og lade kapitalen forblive i selskabet.

Hvis hovedaktionæren udlodder 1 kr. på tidspunkt 0, vil han efter skat modtage  $(1 - t_{AI})$  kr. =  $(1 - 0,42)$  kr. Hvis hovedaktionæren undlader at udlodde udbytte på tidspunkt 0 men venter med at udlodde kapitalen til tidspunkt  $n$ , vil kapitalen ikke give et løbende afkast i selskabet, da renten er 0, men udlodning af udbytte på tidspunkt  $n$  vil blive beskattet med den lavere nye aktieindkomstskattesats,  $t_{AINY}$ , hvorfor han efter skat vil modtage  $(1 - t_{AINY})$  = enten  $(1 - 0,38)$  eller  $(1 - 0,34)$ . Det relative afkast er derfor  $[(1 - t_{AINY}) / (1 - t_{AI})] - 1$  = enten  $[(1 - 0,38) / (1 - 0,42)] - 1 = 0,0690$  eller  $[(1 - 0,34) / (1 - 0,42)] - 1 = 0,1379$ .

Hvis man således tror, at aktieindkomstskatten om  $n$  år vil blive nedsat til enten 38% eller 34%, så får man en engangsgevinst ved at udskyde udlodning af udbytte på 6,90% eller 13,79%. Det skal så afvejes over for, at hovedaktionæren i de  $n$  år betaler en rentemarginal for at have lån privat.

På *højresiden* har vi ulempen ved at undlade at udlodde udbytte, hvilket nødvendiggør optagelse af et realkreditlån med en årlig bidragssats på  $r_M$ . Højresiden kan også fortolkes som afkastkravet for kapital uden for selskabet, for at hovedaktionæren er indifferent mellem at udlodde eller ej. 1 kr. uden for selskabet giver et årligt afkast svarende til rentemarginalen efter skat, givet obligationsrenten er 0.

Antag, at man forventer en nedsættelse af  $t_{AI}$  om 10 år til 38%. Ved en bidragssats på 1,35% kan det *ikke* betale sig at optage lån for at udskyde udlodning af udbytte. På 10 år vil 1 kr. fri kapital give et årligt efter-skat afkast i form af sparet rentemarginal på 0,9045%, svarende til en akkumuleret formuevækst over 10 år på 9,42%, hvilket er mere end engangsgevinsten på 6,90% ved nedsættelse af aktieindkomstskattesatsen.

Ved den laveste bidragssats på 0,2748% kan det for en forventet  $t_{AINY}$  på 38% betale sig at optage lån frem for at udlodde udbytte, så længe  $n$  er under 36 år.

I Tabel 3 har vi for forskellige bidragssatser og forskellige fremtidige skattesatser beregnet, hvor mange år der skal gå, før skattenedsættelsen på aktieindkomst kommer, for at hoved-

aktionær er indifferent mellem at hæve nu eller umiddelbart efter skattesatsændring.

**TABEL 3:** Antal år til skattesatsændring for at hovedaktionær er indifferent mellem at udlodde udbytte nu eller efter ændring

		Bidragssatser		
		0,2748%	0,8248%	1,3500%
Fremtidig aktieindkomstskattesats	$t_{AINY} = 38\%$	36,26 år	12,10 år	7,41 år
	$t_{AINY} = 34\%$	70,24 år	23,45 år	14,35 år

**Note:** Bidragssatserne er Realkredit Danmarks bidragssatser for fastforrentede lån med afdrag, afhængig af sikkerhedsplacering.

Tabel 3 viser klart, at konklusionerne er meget afhængige af forventningerne til den fremtidige aktieindkomstskattesats,  $t_{AINY}$ . Resultaterne vil selvfølgelig også afhænge af ændringer i de øvrige skattesatser, ligesom det vil afhænge af, om personen på grund af arv eller deslige skifter fra at være låntager til at være långiver. Kombinationsmulighederne er utallige. Hovedkonklusionen er nok, at i hvert fald for lån udover 60% af ejendommens værdi er det en god idé at udlodde udbytte nu for at undgå at optage eller for at afvikle denne gæld.

Argumentet for tilbagebetaling af privat gæld er dog større, end det fremgår ovenfor. Det skyldes risikoovervejelser. Ovenfor så vi på forventede formuegevinster ved en nedsættelse af aktieindkomstskattesatsen. Men det er 'fugle på taget'. Gevinsten ved sparede bidragssatser er derimod en sikker gevinst. Så ved at tilbagebetale privat gæld får man en gevinst, der er sikker. Hvis aktieindkomstskattesatsen senere bliver nedsat, kan det vise sig at have været bedre, hvis man ikke havde udloddet udbytte for at betale privat gæld tilbage. Men i den situation har man til gengæld en gevinst på den tilbageværende formue i selskabet, dvs. gevinsten kommer i en situation, hvor man i forvejen er blevet mere velhavende. Risikoaversion taler således for at udlodde udbytte for at undlade privat gældsoptagning.

Ud fra det ovenstående kan vi få *led nr. 3* til brug for en tilnærmelsesvis<sup>7</sup> beregning af den årlige efter-skat gevinst, ved at selskabet udlodder beløbet  $K$  til hovedaktionæren her og nu frem for senere, nemlig det årlige tab ved at aktieindkomstskattesatsen,  $t_{AI}$  forventes sænket til  $t_{AINY}$  om  $n$  år:

$$(5) \quad -K \times (t_{AI} - t_{AINY}) / n$$

### Den fejlagtige intuition

Folks intuition vedrørende spørgsmålet om udlodning kontra akkumulation i selskab er meget ofte forkert.

Det kan vi konstatere efter at have talt med både personer i 'målgruppen' og personer i rådgivergruppen.

7. Beregningen er ikke 100% nøjagtig. Men ved lave renter og begrænsede periodelængder gør det ikke nogen væsentlig forskel, om man ser bort fra rentes rente-effekter.

**Fejl nr. 1**

Mange personer har tilsyneladende den opfattelse, at den negative obligationsrente på flexlån er et særligt argument for at optage realkreditlån fremfor at udlodde. Sandheden er den stik modsatte. Der er en skattemæssig begunstiging ved privat lån ved positiv obligationsrente som følge af, at selskabsskattesatsen er lavere end nettokapitalindkomstskattesatsen, men jo lavere rente, desto mindre er fordelene. Ved negativ obligationsrente går skatteasymmetrien den modsatte vej. Dvs. den negative rente er et argument for at udlodde nu.

**Fejl nr. 2**

Mange mennesker sammenblender gennemsnit og marginal. En ofte mødt holdning er, at lånerenten efter skat på flexlån er meget lav, og at de regner med at opnå væsentligt højere afkast af værdipapirerne i deres selskabs værdipapirportefølje. Men det relevante er ikke *gennemsnitsafkastet* af deres portefølje i holdingselskabet. Hvis hovedaktionæren har både aktier og obligationer i sin portefølje i selskabet, er det obligationsbeholdningen i selskabet, der skal nedbringes for at fremskaffe kontanter til at udlodde udbytte, fordi hovedaktionæren herved holder den samlede risiko på hele formuen uændret.

Misforståelsen opstår, fordi mange tænker i en optimal portefølje med en bestemt aktieandel i selskabet uden at inddrage hele porteføljen, dvs. boligaktiverne og boliglælden. Dvs. de tænker, at de låner penge privat, men at de penge, der forbliver i selskabet, bliver investeret både i aktier og obligationer og derfor giver et større forventet afkast end lånerenten. Hvis banken tilråder de pågældende en bestemt relativ aktivfordeling i selskabet uden at tage hensyn til, om de har privat realkreditgæld eller ej, får de imidlertid en inoptimal portefølje. Personen, der udlodder penge fra sit selskab for at undgå optagelse af gæld, skal selvfølgelig alt andet lige have en højere andel aktier i sin portefølje i selskabet end den person, der vælger at optage realkreditgæld. Eller sagt på anden måde, en person skal have nøjagtigt samme aktiebeholdning i selskabet, hvad enten han udlodder eller ej, og hele den eventuelle udlodning skal finansieres ved salg af obligationer.

Der er formodentlig også hovedaktionærer, der har obligationer i selskabet med en anden løbetid end deres realkreditlån, og som forventer en gevinst efter låneomkostninger, fordi de låner til flexlånerenten, men investerer til den lange obligationsrente. Mange har en overdreven tro på egne investeringsevner kombineret med en manglende forståelse for, at forskel mellem kort og lang rente ikke afspejler forventet gevinst, men dels afspejler renteforventninger, dels konverteringspræmie i renten på konverterbare obligationer.

**Fejl nr. 3**

Der er en udbredt misforståelse blandt en stor del af befolkningen mht., hvorvidt der er en fordel ved at "udskyde" skat. Det så man på pensionsområdet, da man gik fra kapitalpensionsordning til aldersopsparing. Kapitalpensionsordningen var som bekendt *mindre* fordelagtig for opsparerne end aldersopsparingsordningen er. Man fik på kapitalpensionsindbetaling ca. 37% skattebesparelse, men skulle betale 40% skat af hele kapitalpensionsformuen inkl. formuevækst ved hævning. Ved aldersopsparing var der ikke fradrag ved indskud og ikke skat ved hævning. Denne omlægning førte til et enormt fald i de fri-

villige indbetalinger – langt større end hvad der kunne forklares ved nedsættelsen af det maksimale indbetalte beløb. Der er tilsyneladende en 'skatteillusion'. Mange mennesker føler muligvis, at så længe pengene ikke er havnet i statskassen, er det stadig "deres". Det er selvfølgelig også muligt, at de fejlagtigt tror, at de får et rentefrit lån af staten ved at udskyde skat og glemmer, at de ved at udskyde skat kommer til at betale skat af formuevæksten.

**Konvolutberegninger**

Man kan opstille en stor fin model, hvor alle mulige variable indgår i én enkelt formel. Det er dog ikke umagen værd, for samspilseffekterne er meget beskedne, når obligationsrenten er lav, og det er mere vigtigt at forstå, hvad førsteordenseffekterne er. Man kan foretage konvolutberegninger af den forventede årlige efter-skat nettogevinst delt op i de foran beskrevne tre delelementer, der så lægges sammen til sidst.

I det følgende vil vi foretage sådanne konvolutberegninger. For at belyse størrelsesforholdene af de tre effekter antager vi, at der udloddes udbytte,  $K$ , på 5 mio. kr., en obligationsrente,  $r$ , på 2%, en rentemarginal (bidragssats),  $r_M$ , på 0,8%, at selskabsskattesatsen er 22%, at nettokapitalindkomstskattesatsen,  $t_{NKI}$ , er 33%, at aktieindkomstskattesatsen,  $t_{AI}$ , er 42%, men at den forventes nedsat til 38% om 10 år,  $t_{AINY}$ .

*Ulempen ved at selskabsskattesatsen på 22% er mindre end nettokapitalindkomstskattesatsen på 33%:*

Årlig efter-skat gevinst ved at holdingselskabet udlodder 5 mio. kr. til hovedaktionæren, når efter-skat renten i holdingselskabet er forskellig fra efter-skat renten på privat hånd:

$$(6) \quad K \times (1 - t_{AI}) \times r \times (t_S - t_{NKI}) = 5.000.000 \times (1 - 0,42) \times 0,02 \times (0,22 - 0,33) = -6.380 \text{ kr.}$$

*Fordelen ved at slippe for rentemarginalen:*

Årlig efter-skat gevinst ved at selskabet udlodder 5 mio. kr. til hovedaktionæren, når der er en rentemarginal:

$$(7) \quad K \times (1 - t_{AI}) \times r_M \times (1 - t_{NKI}) = 5.000.000 \times (1 - 0,42) \times 0,008 \times (1 - 0,33) = 15.544 \text{ kr.}$$

*Ulempen ved at udlodde udbytte nu, når man forventer en nedsættelse af skatten på aktieindkomst om  $n$  år:*

Årlig efter-skat gevinst ved at selskabet udlodder 5 mio. kr. til hovedaktionæren, når aktieindkomstskattesatsen, 42%, forventes sænket til 38% om 10 år:

$$(8) \quad -K \times (t_{AI} - t_{AINY}) / n = -5.000.000 \times (0,42 - 0,38) / 10 = -20.000 \text{ kr.}$$

Under de ovenstående antagelser vil den forventede årlige efter-skat nettogevinst være -10.836 kr., så det kan ikke betale sig at udlodde 5 mio. kr. til hovedaktionæren. Den sparede rentemarginal opvejer ikke summen af de to andre effekter. Ved de givne forudsætninger er den forventede gevinst som følge af en ændret skat på aktieindkomst i fremtiden den afgørende faktor.

Summen af de tre effekter giver et rimeligt skøn over, om det bedst kan betale sig at låne eller hæve midler fra et selskab. Rentes rente-effekterne er meget beskedne, når renten er lav. En



væsentlig fordel ved konvolutmetoden er, at man får en fornemmelse af, hvorfra eventuelle gevinster og tab kommer, og for følsomheden for valg af forudsætninger.

Det er let at gøre modellen meget kompliceret. Hvis man skal tage hensyn til, at folks nettokapitalindkomstkattesats muligvis vil skifte fra 25% til 33% på et senere tidspunkt osv. osv., bliver beregningerne hurtigt meget komplicerede, og overblikket mistes.

## Konklusioner

Mange velstående mennesker har betydelige formuer i deres selskaber, samtidig med at de har privat gæld.

Det kan næppe udelukkes, at en del mennesker, enten på grund af mavefornemmelser eller på grund af en misforståelse af effekten af at udskyde skat, optager privat gæld i stedet for at udlodde udbytte fra deres selskab.

Givet det lave renteniveau og de ikke helt ubetydelige rentemarginaler, der betales for lån, hvad enten det er banklån eller realkreditlån, er det for mange relevant at overveje en strategi om i stedet at udlodde udbytte for at undgå privat gæld.

Der er specielt grund til at undgå realkreditgæld ud over 60% af ejendommens værdi, flexlån og afdragsfri lån, fordi det er på disse lån, at rentemarginalen er højest.

Der er principielt tre hovedeffekter, man skal overveje, nemlig:

- Asymmetri mellem beskatning af afkast af midler i selskab og uden for selskab.
- Rentemarginalens højde.
- Forventninger om ændrede skatter på aktieindkomst.

Ved det nuværende renteniveau er den første effekt, som i mange år var altafgørende, nu ret interesseløs.

Det væsentlige er at overveje afvejning mellem sparet rentemarginal på den ene side over for forventet gevinst ved en sænkning af aktieindkomstkattesatsen på den anden side.

Det væsentlige argument mod udlodning må således være, at man finder det mere sandsynligt, at den eksisterende aktieindkomstkattesats på 42% nedsættes, end at den forhøjes, så der er en forventet gevinst ved at udskyde udlodning. Men det er let at overvurdere vægten af dette argument. Risikoovervejelser taler for at tage de sikre gevinster.

I overvejelserne skal også inddrages, at balancenendringelse øger overskueligheden for investor og derudover nedbringer formueforvaltningsomkostningerne, fordi der nu er færre midler, der skal forvaltes.

Nogle hovedaktionærer er så risikovillige, at de i deres selskab ikke har obligationer, men kun aktier og fast ejendom med videre. For dem kan det være fornuftigt at have maksimale realkreditlån i fast ejendom.

## Litteratur

- Blicher Revision, 2019: *Løn eller udbytte – Hvad kan bedst betale sig?* Blicher Aktuelt, 3. juli 2019.
- Florentsen, Bjarne Brænder, Michael Møller og Claus Parum, 2014: *Afdragsfrihed: Problem eller løsning?* *Finans/Invest*, 4/14, s. 17-23.
- Realkredit Danmark, 2019: *Priser – Privat*. ■

## De illikvide investeringer

Et yderligere aspekt relateret til mulighederne for at nedbringe risikoen er, hvorvidt de foretagne investeringer er likvide. Som nævnt i Johansen og Gosvig (2019) udgør ATP's illikvide investeringer ca. 150 mia. kr. – dvs. en ret væsentlig del af den samlede investeringsportefølje. Det synes klart, at denne del af investeringer ikke kan bruges til at bringe risikotagningen ned på den korte bane. I et krisescenarie kan ATP derfor være presset til primært at måtte reducere risikotagningen gennem salg af de likvide investeringer og lukning af positioner i derivater, hvorved man risikerer at stå med en dårligt diversificeret portefølje.

## Det problematiske mix

Et vigtigt forhold omkring ATP's investeringer er naturligvis risikoen på investeringsporteføljen, som diskuteret herover. Et andet forhold er risikoen og afkastet på den såkaldte afdækningsportefølje, der i udgangspunktet modtager 80% af indbetalingerne og dermed målt i kapital er langt større end investeringsporteføljen. Afdækningsporteføljen skal afdække pensionsgarantierne og kan derfor ikke tage risiko. Med det nuværende renteniveau betyder dette, at man for størstedelen af indbetalingerne til ATP i disse lavrentetider ender med et lavt (i værste tilfælde negativt) afkast.

## Løsninger

En vigtig læring i forlængelse af forskellige kriser er, at tilstrækkelig egenkapital er et vigtigt middel til at sikre robusthed mod kriser – det være sig for banker eller for andre virksomheder. Det helt tilsvarende gælder for ATP, hvor egenkapitalen udgøres af bonuspotentialet. Ramlau-Hansen (2019) kommer med en række konkrete forslag til, hvorledes dette kan gøres, jf. blandt andet: ”ATP-bidraget bør sættes op, og i en periode skal investeringsafkastet alene bruges til at opbygge bonuspotentialet”.

Ramlau-Hansen (2019) nævner også en række andre konkrete tiltag, der positivt kan bidrage til at give ATP råderum, således at der på den lange bane kan tages risiko, uden at ATP skal være for bekymret om konsekvenserne på den korte bane. Der synes alle mulige grunde til, at disse forslag nøje overvejes, så ATP ikke ender som en afviklingskasse men i stedet kan fortsætte med at udfylde den vigtige rolle i det danske pensionssystem og som en stor respekteret aktiv ejer i mange danske virksomheder.