



Analyse af beskatningen af investeringsinstitutter og deres investorer



Rapport
6. november 2015

Skatteministeriet

Indhold

1. Sammenfatning.....	6
1.1 Indledning.....	6
1.2 Generelt om investeringsinstitutter.....	8
1.3 Danske husholdningers anvendelse af investeringsinstitutter.....	10
1.4 Skattereglerne ved investering i minimumsbeskattede investeringsinstitutter og investeringsselskaber.....	12
1.4.1 Beskatning af personlige danske investorer i det minimumsbeskattede investeringsinstitut.....	12
1.4.2 Beskatning af personlige danske investorer i investeringsselskabet.....	13
1.4.3 Beskatningen af udenlandske investorer.....	14
1.5 Principperne for beskatning.....	15
1.6 Analysens hovedkonklusioner.....	19
1.6.1 Udbyttebeskatningsreglerne - modeller.....	19
1.6.2 Indkomstopgørelsen - modeller.....	21
1.6.3 Værdipapirfonde.....	22
2. Fakta om investeringsinstitutter og deres investorer.....	25
2.1 Indledning.....	25
2.2 Danske personers beholdning af investeringsbeviser.....	26
2.3 Investeringer i investeringsinstitutter.....	28
2.4 Ejerperiode og afkast ved investering i investeringsinstitutter.....	31
3. Samfundsøkonomisk betydning af investeringsinstitutter.....	33
3.1 Indledning.....	33
3.2 Investeringsbeviser kontra direkte investeringer.....	34
3.3 Kapitalformidling til selskaber.....	35
3.4 Beskatning af investorer med investeringsbeviser.....	36
3.5 Konsekvenser ved at ændre skattereglerne til fordel for investeringer i investeringsinstitutter.....	37
3.6 Import og eksport af professionel porteføljevaltning.....	38
3.7 Kriterier for et effektivt skattesystem.....	40
4. Selskabsretlige regler vedrørende investeringsinstitutter og deres investorer.....	42
4.1 Indledning.....	42
4.2 De danske selskabsretlige regler om investeringsinstitutter.....	43
4.3 Investeringsinstitutter omfattet af UCITS-direktivet.....	45

4.3.1	Investeringsforeninger	46
4.3.2	SIKAV'er	47
4.3.3	Værdipapirfonde	47
4.3.4	Skematisk oversigt	48
4.4	Alternative investeringsfonde omfattet af FAIF-direktivet	50
4.4.1	Typiske alternative investeringsfonde	50
5.	Beskatning af investorer ved direkte investering	52
5.1	Indledning	52
5.2	Centrale begreber ved direkte investering	53
5.3	Kapitalindkomst/aktieindkomst	54
5.4	Realisationsprincip/lagerprincip	55
5.5	Aktie-for-aktie-metoden/gennemsnitsmetoden	55
5.6	Investor er en person	56
5.6.1	Børsnoterede aktier	56
5.6.2	Børsnoterede obligationer	58
5.6.3	Finansielle kontrakter	59
5.7	Investor er et selskab	59
5.7.1	Skattepligtige porteføljeaktier	60
5.7.2	Børsnoterede obligationer	61
5.7.3	Finansielle kontrakter	62
5.8	Pensionsbeskatning	62
5.8.1	Beskatning af personer	62
5.8.2	Beskatningen af pensionskasser	62
5.9	Skematisk oversigt	63
6.	Beskatning af investeringsinstitutter og deres investorer	64
6.1	Indledning	64
6.1.1	Sammenhæng til de selskabsretlige regler	65
6.1.2	Selvstændigt skattesubjekt eller transparent	65
6.1.3	Typer af danske investeringsinstitutter	66
6.2	Investeringsinstitutter med minimumsbeskatning	66
6.2.1	Definition	66
6.2.2	Beskatning af et investeringsinstitut med minimumsbeskatning	68
6.2.3	Investeringsinstituttets opgørelse af minimumsindkomst	70
6.2.4	Beskatningen af investorer i et investeringsinstitut med minimumsbeskatning	71
6.2.5	Beskatning ved udlodning af udbytter fra investeringsinstitutter med minimumsbeskatning	73
6.2.6	Baggrund for reglerne	75
6.3	Investeringsselskaber	79
6.3.1	Definition	79
6.3.2	Beskatning af investeringsselskabet	79
6.3.3	Beskatningen af investorer i et investeringsselskab - gevinst og tab	80
6.3.4	Beskatning ved udlodning af udbytter fra investeringsselskaber	80
6.3.5	Baggrund for reglerne	82
6.4	Kontoførende investeringsforeninger	83
6.4.1	Beskatning af den kontoførende investeringsforening	83
6.4.2	Beskatningen af investorer i en kontoførende investeringsforening	83
6.4.3	Baggrund for reglerne	84
6.5	Akkumulerende investeringsforeninger	84
6.5.1	Beskatning af akkumulerende investeringsforeninger	84

6.5.2 Beskatningen af investorer i en akkumulerende investeringsforening.....	85
6.5.3 Baggrund for reglerne.....	85
6.6 Skematisk oversigt.....	85
7. Virkningen af de gældende regler om beskatning af forskellige investeringsmuligheder	87
7.1 Indledning.....	87
7.2 Betydningen af kapitalindkomst eller aktieindkomst.....	89
7.3 Betydningen af realisations- eller lagerprincippet.....	92
7.4 Sammenligning af beskatning ved direkte investering med investering via investeringsinstitut.....	98
7.5 Sammenligning af investering i et minimumsbeskattet investeringsinstitut med investering i et investeringselskab.....	102
7.6 Skattereglernes betydning for udenlandske investorer	104
8. Beskatningen af investeringsinstitutter og investorer i andre lande	106
8.1 Indledning.....	106
8.2 Luxembourg	107
8.2.1 Beskatning af investeringsinstitutter	107
8.2.2 Beskatning af investorerne - avancer	107
8.2.3 Beskatning af investorerne ved udlodning af udbytte.....	107
8.2.4 Udenlandske investorers investeringer via et investeringsinstitut i Luxembourg.....	108
8.3 Sverige.....	110
8.3.1 De svenske regler før 2012 – beskatning af investeringsinstituttet og investorerne.....	110
8.3.2 De gældende svenske regler.....	111
8.3.2.1 Beskatning af investeringsinstituttet	111
8.3.2.2 Beskatning af investorer - skabelonindtægt.....	112
8.3.3 Beskatning ved udlodning af udbytter	112
8.3.4 Udenlandske investorers investeringer via et investeringsinstitut.....	113
8.3.5 Investeringsbeviser på en Investeringsparkonto	113
9. Udbyttebeskatningsreglerne	115
9.1 Indledning.....	115
9.2 Problemstillinger.....	117
9.2.1 Indeholdelse af udbytteskat ved udlodning til udenlandske investorer.....	118
9.2.2 Manglende transparens ved indeholdelse af udbytteskat	120
9.3 Modeller for justering af de gældende regler	122
9.3.1 Model 1: Generel ophævelse af beskatningen af alle udbytter fra Danmark til udenlandske investorer	127
9.3.2 Model 2: Ophævelse af beskatningen af udbytter fra danske investeringsinstitutter til udenlandske investorer.....	128
9.3.3 Model 3: Lempelse på investorniveau for investeringsinstituttets udbyttebeskatning.....	132
9.3.4 Model 4: Udlodning fra danske investeringsinstitutter til udenlandske investorer – separering af udbytteudlodninger fra danske selskaber.....	136
10. Opgørelse af indkomsten i investeringsinstitutter	141
10.1 Indledning.....	141
10.2 Problemstillinger.....	142
10.2.1 Opgørelse af minimumsindkomsten	143
10.2.2 Realiserede aktieavancer indgår ved opgørelse af minimumsindkomsten.....	143
10.2.3 Andelsklasser kan ikke anvendes i de minimumsbeskattede investeringsinstitutter	145

10.2.4 I investeringsselskaber sker opgørelsen efter lagerprincippet, og beskatningen sker altid som kapitalindkomst	147
10.3 Modeller for justering af de gældende regler	148
10.3.1 Model 5: Justering af reglerne for opgørelse af minimumsindkomsten – realiserede avancer udgår af opgørelsen	152
10.3.2 Model 6: Justering af reglerne for beskatning af investering i investeringsselskaber – ændring fra lagerprincip til realisationsprincip	155
10.3.3 Model 7: Justering af reglerne for beskatning af investering i investeringsselskaber – realisationsprincip og skabelonbeskatning	158
10.3.4 Model 8: Justering af reglerne for beskatning af investering i investeringsselskaber - ændring af beskatningen til enten aktie- eller kapitalindkomst	161
10.3.5 Model 9 – Justering af reglerne for beskatning af investering i investeringsselskaber – lavere medregningsprocent	164
11. Udfordringer med værdipapirfonde	168
11.1 Indledning	168
11.2 Problemstillinger	170
11.2.1 Den skattemæssige kvalifikation af værdipapirfonde	171
11.2.2 Ledelsens sæde	175
11.2.3 Beskatningen af udbytte fra værdipapirfonde	176
11.3 Modeller for justering af de gældende regler	177

1. Sammenfatning

1.1 Indledning

Beskatningen af investeringsinstitutterne og deres investorer har ofte været genstand for debat. På den baggrund har Skatteministeriet udarbejdet denne analyse af beskatningen af investeringsinstitutter og deres investorer¹. Analysen fokuserer primært på personlige danske investorer (fysiske personer), der investerer for frie midler, samt udenlandske investorers beskatningsforhold ved investering via danske investeringsinstitutter.

De i dag gældende regler for beskatning af investeringsinstitutter og deres investorer baserer sig på følgende overordnede principper:

1. Der bør være **ensartet beskatning** af forskellige anbringelsesformer (neutralitet), således at investering i obligationer og aktier via et investeringsinstitut beskattes på samme måde som en direkte investering i de pågældende aktiver. Fuldstændig neutralitet vil kunne opnås ved at "se igennem" investeringsinstituttet, men en sådan beskatning kan ikke håndteres, hvis der er mange investorer i instituttet.
2. Det er et bærende princip, at Danmark **beskatter udbytter**, der føres ud af landet. Det skyldes bl.a. hensynet til at begrænse mulighederne for skatteplanlægning med sigte på at undgå dansk beskatning af investeringer ind i Danmark.

Princippet om neutralitet gælder i vid udstrækning for private danske investorer, der investerer i såkaldt **minimumsbeskattede investeringsinstitutter**, som er den mest anvendte anbringelsesform for danske personlige investorer.

¹ I forbindelse med folketingsbehandlingen af lov nr. 433 af 16. maj 2012 (lovforslag L 95 af Folketingsåret 2011-12) om en enklere beskatning af udlodninger fra investeringsforeninger tilkendegav den daværende skatteminister i et svar til Folketingets Skatteudvalg, "at der er behov for en større analyse af beskatningen ved investering via investeringsforeninger og investeringsselskaber, der dækker både danske og udenlandske investorer og investeringer via danske såvel som udenlandske investeringsinstitutter."

For danske personlige investorer gælder, at investeringer i minimumsbeskattede investeringsinstitutter, hvor mere end halvdelen af porteføljen er obligationer, beskattes på samme måde som en direkte placering i en obligation (dvs. som kapitalindkomst). Tilsvarende bliver en investering i et institut, som er aktiebaseret, i vidt omfang beskattet på samme måde som en direkte investering i en aktie (dvs. som aktieindkomst). Direkte placeringer i aktier og obligationer, samt i minimumsbeskattede investeringsinstitutter, beskattes desuden efter realisationsprincippet (dvs. når investeringsaktivet sælges). Ved investering i det minimumsbeskattede investeringsinstitut sker realisationsbeskatningen enten ved investors realisation af investeringsbeviset eller ved investeringsinstituttets realisation af aktiver, som herefter medregnes i minimumsindkomsten, der beskattes hos investor året efter. Investering via investeringsinstitutter er dog forbundet med visse skattemæssige fordele, som fx knytter sig til, at administrationsomkostningerne kan fratrækkes i den skattepligtige indkomst (minimumsindkomsten), som investor beskattes af. Det er ikke muligt ved en direkte investering i aktier og obligationer.

Der er lagt vægt på, at denne neutralitet (eller transparens) i forhold til danske personlige investorer bevares. Hvis det ønskes at styrke rammevilkårene for danskeres investeringer i aktier og obligationer, bør det således ikke ske ved at favorisere specifikke anbringelsesformer, men derimod "ad fordøren", dvs. ved at nedsætte beskattningen af personers aktie- og kapitalindkomst, og således at kapitalafkastbeskatningen bliver mere symmetrisk. Det vil også reducere beskattningen af de investeringer, der sker via investeringsinstitutterne, men uden at direkte investeringer stilles ringere.

Udenlandske aktører har fri adgang til at indrette sig som et minimumsbeskattet investeringsinstitut og dermed tilbyde denne investeringsform til danske investorer. Udenlandske kapitalforvaltere mv. synes dog ikke at gøre brug af denne mulighed bortset fra tilfælde, hvor der etableres egentlige investeringsinstitutter i Danmark. Kravet er bl.a., at institutterne skal opgøre en minimumsindkomst, der netop spejler den skattepligtige indkomststrøm, som en dansk personlig investor ville få ved en direkte investering i det dominerende underliggende aktiv i instituttet. Det kan være indviklet og forbundet med omkostninger at opgøre minimumsindkomsten, men der er ikke fundet belæg for, at det skulle være en afgørende markedsbarriere for udenlandske investeringsinstitutter. Der er heller ikke fundet grundlag for, at man kan forenkle opgørelsen af minimumsindkomsten i noget særligt omfang, hvis neutraliteten for danske investorer skal fastholdes. Opgørelsen blev senest forenklet med virkning fra 2014, bl.a. med henblik på at øge udenlandske institutters adgang til det danske marked.

Hvis investeringsinstitutter ikke opgør en minimumsindkomst, vil de som hovedregel blive kvalificeret som et **investeringsselskab**. For en dansk personlig investor vil afkastet af en investering i et investeringsselskab blive beskattet som kapitalindkomst – også når selskabet primært investerer i aktier, og beskattningen sker efter lagerprincippet. For de fleste investorer indebærer dette, at skatereglerne er mindre lempelige, end hvis investeringen foretages via et minimumsbeskattet institut.

Investeringsselskaber kan dog være velegnede for udenlandske investorer og danske institutionelle investorer, herunder fx pensionskasser. For udenlandske investorer svarer beskattningen af afkast i et investeringsselskab således under visse forudsætninger til beskattningen af en direkte investering i aktier og obligationer. Investeringsselskaber og minimumsbeskattede institutter henvender sig således ikke nødvendigvis til de samme markedssegmenter.

Dansk udbyttebeskatning af udenlandske investorer vurderes ikke at reducere investeringerne i Danmark i særligt omfang. En skattefritagelse af udbytter til udenlandske investorer vil således ikke nødvendigvis give den udenlandske investor en lempeligere beskattning, men primært betyde, at

Danmark opgiver beskattningen til fordel for investors hjemland. En skattefritagelse vil kun få betydning for investorer fra de ganske få lande, der ikke giver credit for den danske skat, eller investorer som er skattefri eller meget lavt beskattede i deres hjemland. Desuden er udenlandske investorers avancer (kursgevinster) på danske aktier skattefri i Danmark.

Denne analyse er udarbejdet med henblik på at vurdere forskellige kritikpunkter af de danske regler for beskattning af investeringsinstitutter og deres investorer. Analysen gennemgår bl.a. en række forslag til at ændre reglerne i form af konkrete modeller. Den overordnede konklusion er, at selektive skattnedsættelser til særlige anbringelsesformer bør undgås, og at de regelændringer, der er analyseret, ofte strider mod dette hensyn eller medfører mere komplekse regler. Desuden vil nogle af modellerne medføre risiko for et betydeligt mindreprovenu. Kritikpunkterne og modellerne er kommenteret sidst i sammenfatningen, og er nærmere gennemgået i kapitel 9,10 og 11.

1.2 Generelt om investeringsinstitutter

Investering i investeringsinstitutter er en kollektiv investeringsform, hvor instituttet modtager penge fra en større kreds af investorer, og disse midler placeres i en afdeling af investeringsinstituttet, som investorerne herefter får en forholdsmæssig ejerandel i, typisk i form af et investeringsbevis.

De selskabsretlige regler om investeringsinstitutter er en følge af EU-retten, herunder UCITS-direktivet², som er baseret på regler om investorbeskyttelse. Personlige investorer kan investere gennem UCITS-investeringsinstitutterne.

UCITS-investeringsinstitutter er netop kendetegnet ved, at de modtager midler fra en bredere kreds af investorer eller offentligheden og placerer disse midler ud fra et princip om risikospredning. Når investeringsinstitutterne tilbyder at sprede risikoen på investors investeringer, skal investor ikke forholde sig til, hvilke værdipapirer der skal investeres i, men alene til valget af investeringsinstitut. Desuden kan det være billigere for investor at opnå risikospredning via et investeringsinstitut frem for gennem frie placeringer, navnlig hvis investor har en lille formue.

Investeringsinstitutter kan kvalificeres skattemæssigt på flere måder. Den skattemæssige kvalifikation har både betydning for investeringsinstitutters beskattningsforhold og for beskattningen af investorernes afkast.

Analysen koncentrerer sig om *det minimumsbeskattede investeringsinstitut* og *investeringssselskab*, jf. boks 1.1. Det er de væsentligste typer af investeringsinstitutter blandt danske institutter og for personlige danske investorer. Den skattemæssige behandling af disse investeringsformer vurderes i forhold til direkte investeringer i værdipapirer.

² UCITS er en forkortelse for *Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*.

Boks 1.1. Minimumsbeskattede investeringsinstitutter og investeringsselskaber**Minimumsbeskattet investeringsinstitut**

For en *dansk personlig investor* beskattes investeringen i instituttets dominerende aktiv i vidt omfang på samme måde som ved direkte investering i værdipapirer. Det er tale om en *tilnærmet transparent beskatning*, om end de minimumsbeskattede institutter har visse skattemæssige fordele sammenlignet med frie placeringer.

Investeringsinstituttet er forpligtet til at opgøre en årlig minimumsindkomst, som investor beskattes af, uanset om der foretages udlodning. Beskatningen sker som aktieindkomst eller kapitalindkomst alt efter, hvad investeringsinstituttet overvejende investerer i. Minimumsindkomsten svarer omtrent til det løbende afkast, som en dansk investor ville være beskattet af ved direkte investering i de underliggende værdipapirer.

Både danske og udenlandske investeringsinstitutter kan tilbyde denne investeringsform til danskerne.

Udenlandske investorer beskattes af minimumsindkomsten som udbytte, men er ikke skattepligtige til Danmark af kursgevinster på beviserne i instituttet.

Investeringselskab

Hvis investeringsinstituttet ikke opgør en minimumsindkomst, vil det som hovedregel blive kvalificeret som et investeringsselskab.

Danske personlige investorer beskattes oftest hårdere ved investering via aktiebaserede investeringsselskaber sammenlignet med minimumsbeskattede investeringsinstitutter. Det skyldes, at afkastet lagerbeskattes som kapitalindkomst, uanset hvad investeringsselskabet investerer i. For obligationsbaserede investeringsselskaber kan beskatningen være hårdere eller lempeligere end ved direkte investering afhængigt af forholdet mellem rente og kursgevinst på de obligationer, der investeres i.

I forhold til en fri placering i aktier har investering via et investeringsselskab visse skattemæssige fordele (fx fradrag for administrationsomkostninger), men i mange tilfælde opvejer det ikke virkningen af, at afkastet lagerbeskattes som kapitalindkomst.

Investeringselskaberne kan være velegnede for *udenlandske investorer*, da de under visse forudsætninger kan opnå en tilsvarende beskatning som ved direkte investering i danske værdipapirer.

For den personlige investor, der investerer for frie midler, svarer investering gennem det minimumsbeskattede investeringsinstitut i vidt omfang til at have investeret direkte i de underliggende værdipapirer. Minimumsindkomsten, der er skattepligtig hos investor, opgøres således som de indtægter og gevinster, der ville være skattepligtige ved personers direkte investering. Hertil kommer, at det minimumsbeskattede investeringsinstitut er fritaget for udbytteskat ved investering i danske aktier. Det medfører neutral beskatning for investor, som dermed betaler det samme i udbytteskat uanset, om aktien er købt via et minimumsbeskattet institut eller direkte.

På flere punkter er det forbundet med skattemæssige fordele at investere gennem et minimumsbeskattet investeringsinstitut frem for direkte. Der er således fradrag for administrationsomkostninger ved opgørelse af minimumsindkomsten. Herudover beskattes investors afkast fra de underliggende værdipapirer med et års udskydelse, sammenlignet med direkte investering. Endelig er der den fordel for investor, at minimumsindkomsten opgøres samlet for både aktie- og obligationsafkast. Investor får således en mere fordelagtig udnyttelse af gevinster og tab, end når der foretages direkte investeringer, hvor muligheden for at fradrage tab i højere grad er kildeartsbegrænset. Der er derfor en tendens til, at det er mere fordelagtigt at investere i aktiebaserede minimumsbeskattede institutter frem for direkte i aktier.

Investeringer i et investeringsselskab favoriseres også i kraft af mulighederne for at trække administrationsomkostninger fra og bedre udnyttelse af tabsfradrag. For den personlige danske investor kan dette dog ofte ikke opveje, at afkastet altid beskattes som kapitalindkomst efter lagerprincippet.

Særligt for aktieinvesteringer kan disse forhold have betydning. For investeringer i obligationer, der ikke udsættes for store kursændringer, er effekten derimod minimal. Det er fx tilfældet for danske realkreditobligationer i et stabilt rentemarked, *jf. også boks 1.1.*

Der er en høj grad af neutralitet for bl.a. selskaber og institutionelle investorer, der investerer gennem investeringsselskaber, sammenholdt med direkte investeringer, idet investeringsselskabet dog selv skal betale udbytteskat på udbytter fra danske aktier.

Overordnet set henvender det minimumsbeskattede investeringsinstitut sig således primært til de personlige danske investorer, der investerer for frie midler. For denne gruppe er det ofte mest fordelagtigt at investere frie midler via de minimumsbeskattede investeringsinstitutter frem for via investeringsselskaberne. For andre typer af danske investorer, fx pensionskasser, er reglerne for beskatning af afkast uden betydning for valg af investeringsinstitut.

Samlet set er det også på væsentlige punkter mere fordelagtigt skattemæssigt at investere gennem et investeringsinstitut frem for at investere direkte i værdipapirer. Det skyldes bl.a., at der er fradrag for administrationsomkostninger ved investering gennem investeringsinstitutter, hvilket ikke er tilfældet ved direkte investering. For de fleste personlige investorer, der investerer i aktier, er beskatningen gennem investeringsselskabet dog hårdere end ved direkte investering.

1.3 Danske husholdningers anvendelse af investeringsinstitutter

Investering gennem investeringsinstitutter benyttes i stigende omfang af danske personlige investorer.

Husholdningerne ejede investeringsbeviser for ca. 400 mia. kr. ved udgangen af 2014, hvilket svarer til godt halvdelen af husholdningernes finansielle investeringer. Heraf er ca. 215 mia. kr. erhvervet for frie midler, mens resten primært består af pensionsmidler.

Den andel af borgernes samlede aktiver, som placeres enten i investeringsbeviser eller direkte i aktier og obligationer, er imidlertid relativt begrænset. Husholdningernes investeringer består således især af fast ejendom og pensionsopsparing. Det skal ses i lyset af det obligatoriske element i pensionsopsparingen, et velfungerende realkreditmarked, og at skattesystemet som udgangspunkt favoriserer investeringer i egen bolig og i pensionsopsparing.

Ved at investere i fællesskab via et investeringsinstitut kan investorerne potentielt reducere deres samlede handelsomkostninger ved porteføljevaltning og risikospredning. Stordriftsfordelen ved at investere kollektivt indebærer dermed som udgangspunkt, at porteføljevaltningsomkostningerne samlet set (dvs. både de egentlige udgifter men også omkostningen ved investors anvendelse af egen tid) bliver lavere. Omvendt kan delegering af investeringsbeslutninger til professionelle forvaltere give anledning til incitamentsproblemer i forbindelse med fx markedsføring og ressourceanvendelse ved den løbende styring af porteføljen. Hvis konkurrencen ikke er velfungerende, vil stordriftsfordelen således ikke nødvendigvis komme den enkelte investor til gode.

Investorerne anvender først og fremmest institutterne til at investere i obligationer og dernæst i udenlandske aktier, mens danske aktier kun udgør ca. 4 pct. af institutternes portefølje, *jf. boks 1.2.* Udbredelsen af afdelinger med obligationer og udenlandske aktier skal formentlig ses i lyset af, at gevinsten ved at investere via et institut først og fremmest knytter sig til risikospredning. For den

enkelte kan det være komplekst og omkostningstungt at opnå en tilsvarende global risikospredning ved direkte investering.

Boks 1.2. Fakta om danskernes investeringsadfærd via institutter.

Ved udgangen af 2014 havde danske personer investeret godt 400 mia. kr. via danske investeringsinstitutter, hvoraf knap 55 pct. var erhvervet for frie midler svarende til ca. 215 mia. kr.

Investorerne foretrækker de minimumsbeskattede investeringsinstitutter, hvor særligt obligationsbaserede afdelinger og udenlandske aktier tiltrækker en stor andel af formuen.

- Obligationsbaserede investeringer udgør godt halvdelen af husholdningernes indirekte investeringer med ca. 32 pct. i danske obligationer og 19 pct. i udenlandske.
- Udenlandske aktier udgør ca. 32 pct. af formuen, mens danske aktier udgør 4 pct.
- Af de 215 mia. kr. investeret via investeringsinstitutter for frie midler er ca. 190 mia. kr. (88 pct.) placeret i de minimumsbeskattede institutter, hvorimod blot 25 mia. kr. (12 pct.) er investeret via investeringsselskaberne.

Personer, der investerer via institutterne, prioriterer risikospredning og en høj grad af sikkerhed i deres investeringer. Institutterne anvendes således til at opnå en bred portefølje, der i højere grad end ved direkte investeringer består af obligationer og af aktier fra flere lande.

- Obligationer udgør fx ca. 15 pct. af husholdningernes *direkte* investeringer i danske værdipapirer. Til sammenligning udgør obligationsbaserede investeringer knap 90 pct. af husholdningernes *indirekte* investeringer i danske værdipapirer.
- Udenlandske aktier og obligationer udgør ca. 17 pct. af husholdningernes samlede *direkte* investeringer. Til sammenligning udgør udenlandske værdipapirer godt 50 pct. af husholdningernes indirekte investeringer.
- Danske aktier udgør ca. 70 pct. af husholdningernes direkte investeringer i danske og udenlandske værdipapirer. Til sammenligning udgør danske aktier ca. 4 pct. af husholdningernes investeringer via investeringsinstitutter.

Med den relativt lille formueandel investeret i danske aktier spiller investeringsinstitutterne en forholdsvis beskedne rolle for kapitalformidlingen til danske selskaber. Mens danske aktier som nævnt kun udgør ca. 4 pct. af husholdningernes investeringer via investeringsinstitutter, så udgør danske aktier ca. 70 pct. af husholdningernes direkte investeringer.

Investeringsinstitutter skal således først og fremmest ses som et porteføljeforvaltningsværktøj og et instrument til at opnå risikospredning for investorerne, hvilket potentielt kan sænke de samfundsøkonomiske omkostninger ved risikostyring ved udnyttelse af evt. skalafordele i institutterne.

Hvis institutterne kan øge deres omsætning og "volumen" ved at tiltrække flere investorer, danskere såvel som udlændinge, kan beskæftigelsen i branchen øges. Den *samlede* beskæftigelse er imidlertid bestemt af det samlede arbejdsudbud og arbejdsmarkedets rammevilkår. Det indebærer, at øget beskæftigelse – herunder af højtuddannet arbejdskraft – inden for investeringsforvaltning på lang sigt må påregnes at blive modsvaret af tilsvarende lavere beskæftigelse i andre brancher. Disse ændringer i branchesammensætning vil som udgangspunkt have negative samfundsøkonomiske konsekvenser, hvis de er foranlediget af særlige skattefordele til investeringsinstitutter, med mindre der er særlige, positive samfundsøkonomiske eksternaliteter ved den aktivitet, som branchen udfører. Desuden skal sådanne skattefordele finansieres, idet selv mindre fordele potentielt kan have betydelige provenueffekter, fx hvis de medfører større porteføljeomlægninger i Danmark. Der er imidlertid ikke umiddelbart belæg for, at der findes eksterne effekter, som kan begrunde

selektive ændringer i beskatningen fx med henblik på at gøre Danmark til et kapitalgennemstrømningsland.

1.4 Skattereglerne ved investering i minimumsbeskattede investeringsinstitutter og investeringsselskaber

Et investeringsinstitut vælger aktivt, om det skattemæssigt vil kvalificeres som et minimumsbeskattet investeringsinstitut. Udenlandske investeringsinstitutter kan således vælge at lade sig kvalificere som minimumsbeskattede investeringsinstitutter, hvis de ønsker det. Hvis dette valg ikke foretages, vil investeringsinstituttet i de fleste tilfælde automatisk blive skattemæssigt kvalificeret som et investeringsselskab. Kravene til at blive kvalificeret som henholdsvis et minimumsbeskattet investeringsinstitut eller investeringsselskab er helt overordnet beskrevet i boks 1.3.

Boks 1.3. Minimumsbeskattede investeringsinstitutter og investeringsselskaber

Minimumsbeskattede investeringsinstitutter:

- Beskatningsformen vælges aktivt af investeringsinstituttet.
- Der sker opdeling i aktiebaserede og obligationsbaserede investeringsinstitutter.
- Det er et krav, at instituttet opgør en minimumsindkomst, som beskattes hos deltagerne.

Investeringsselskaber:

- Det er en betingelse, at der er tale om et UCITS-investeringsinstitut efter EU-reglerne (UCITS-direktivet) eller et selskab mv., som investerer i værdipapirer for mindst otte investorer, og hvor investorerne kan kræve sig indløst af investeringsinstituttet.

1.4.1 Beskatning af personlige danske investorer i det minimumsbeskattede investeringsinstitut

De fleste danske investeringsinstitutter kvalificeres som minimumsbeskattede investeringsinstitutter. Beskatningen af minimumsbeskattede institutter er fastlagt efter et tillempet transparensprincip. Dvs. at afkastet på en investering i instituttet nogenlunde svarer til beskatningen af en direkte investering i det dominerende aktiv i instituttet.

Hvis der er tale om et aktiebaseret minimumsbeskattet investeringsinstitut, vil investeringsafkastet således blive beskattet som aktieindkomst. I dette tilfælde indgår afkastet fra investeringsbeviset (i form af minimumsindkomst og realiserede avancer ved salg af investeringsbeviser) altså i danske personers aktieindkomst, som beskattes med 27 pct. op til 49.900 kr. (2015-niveau) og 42 pct. herover. Et aktiebaseret institut er kendetegnet ved, at mere end halvdelen af instituttets portefølje er aktier.

Hvis der er tale om en investering i et obligationsbaseret investeringsinstitut, bliver afkastet derimod beskattet som kapitalindkomst på samme måde som afkastet af en direkte investering i en obligation. Hvis personen samlet set har negativ nettokapitalindkomst (fx pga. store renteudgifter på et realkreditlån), vil skatten typisk svare til knap 33 pct. i en gennemsnitskommune. Hvis nettokapitalindkomsten er positiv, vil beskatningen udgøre 42 pct. på det høje progressionstrin.

For en investor i et minimumsbeskattet institut, er det minimumsindkomsten, som indgår i den skattepligtige indkomst. Minimumsindkomsten skal afspejle den skattepligtige indkomststrøm, som ville finde sted ved en direkte investering i det dominerende aktiv i instituttet. Opgørelsen af selve minimumsindkomsten sker efter de regler, der ville gælde ved direkte investering dvs. primært efter

realisationsprincippet. Realiserede gevinster på de underliggende aktiver i investeringsinstituttet indgår således som en del af minimumsindkomsten. Derimod vil kursgevinster på aktiverne medføre en stigning i kursværdien på investeringsbeviset, som først beskattes ved realisation.

Som nævnt er beskatningen af investeringer via minimumsbeskattede institutter på flere punkter mere lempelig end beskatning af frie placeringer i de underliggende aktiver. Det skyldes bl.a. at administrationsomkostningerne kan trækkes fra i den skattepligtige indkomst (minimumsindkomsten) ved investering via investeringsinstitutterne. Desuden er der bedre mulighed for at udnytte tabsfradrag, når investeringen foregår via et investeringsinstitut.

1.4.2 Beskatning af personlige danske investorer i investeringsselskabet

Hvis en dansk person investerer i et investeringsselskab, vil evt. afkast indgå i personens kapitalindkomst. Det gælder, uanset om investeringsselskabet investerer i aktier eller obligationer. For de fleste investorer beskattes kapitalindkomst hårdere end aktieindkomst. Men for personer med store formuer vil marginalsatten på det nominelle afkast dog typisk være den samme (42 pct.).

Hertil kommer at afkastet beskattes efter lagerprincippet. Ved lagerprincippet opgøres gevinst eller tab som forskellen mellem værdien af investeringsbeviset ved indkomstårets udløb og værdien ved indkomstårets begyndelse. Værdistigningen afspejler både kursgevinster og udbytter på de aktiver, investeringsselskabet har investeret i. Investor beskattes dermed uafhængigt af, om investeringsbeviset er solgt. Lagerbeskatning er grundlæggende en hensigtsmæssig beskatningsform, men den stiller større krav til investors likvide beredskab.

Lagerbeskatning indebærer generelt en fremrykning af beskatningen sammenlignet med såvel personlige investorers direkte investeringer og investeringer via minimumsbeskattede investeringsinstitutter, da også urealiserede avancer beskattes løbende.

Kapitalindkomstbeskatningen og lagerbeskatningen vurderes at være den væsentligste skattemæssige motivation til som dansk personlig investor at foretrække minimumsbeskattede investeringsinstitutter frem for investeringsselskaber til investering af frie midler.

Forskellen mellem opgørelsesprincipperne (realisations- eller lagerprincippet) er størst ved aktieinvesteringer. Det skyldes, at størstedelen af afkastet på aktieinvesteringer normalt udgøres af kursgevinster. Opgørelsesprincippet vurderes derimod at have forholdsvis lille betydning ved obligationsinvesteringer, hvor størstedelen af afkastet vurderes at blive realiseret løbende i form af renteindtægter.

Det vil dog ofte være af mindre betydning for størrelsen på investors endelige afkast, om investor beskattes efter realisations- eller lagerprincippet. Overordnet set er det således først og fremmest den skattesats, som investor beskattes med, der har størst betydning. Dvs. om investeringsafkastet beskattes som aktie- eller kapitalindkomst, og om investor beskattes over eller under de respektive progressionsgrænser.

I de situationer, hvor lagerbeskatning finder anvendelse på tværs af investeringsformer, som det fx er tilfældet ved investering for pensionsmidler, er lagerbeskatning medvirkende til, at investor ikke lader beskatningen påvirke investeringsbeslutninger i samme omfang som realisationsbeskatning. Lagerbeskatning er således grundlæggende en hensigtsmæssig beskatningsform, men den stiller som nævnt større krav til investors likvide beredskab.

1.4.3 Beskatningen af udenlandske investorer

For udenlandske investorer har sondringen i de danske skatteregler mellem aktieindkomst og kapitalindkomst ingen betydning. Sondringen mellem realisations- og lagerprincip har heller ikke betydning. Derimod har reglerne for beskatning af udbytte og avance betydning for udenlandske investorer.

Udenlandske investorer er således generelt skattepligtige til Danmark af udbytter (kildeskat). Derimod er de udenlandske investorer ikke skattepligtige til Danmark af avancer ved salg af investeringsbeviser og værdipapirer, når der er tale om en direkte investering.

Når Danmark ikke beskatter avancer (kursgevinster) til udlændinge, er det udtryk for, at investors hjemland har den fulde beskatningsret til avancen. Beskatningsretten til udbytter fordeles derimod mellem Danmark og investors hjemland, hvis det pågældende land har en dobbeltbeskatningsaftale med Danmark. Aftalerne indebærer som regel, at udbyttebeskatningen til Danmark er 15 pct. (efter tilbagesøgning/refusion). Hvis der ikke er indgået en aftale, eller hvis det er uklart, hvem den retmæssige ejer af udbyttet er, vil beskatningen til Danmark være 27 pct.

I almindelighed er udbyttebeskatningen af udenlandske investorer ikke særligt forvridende. Den udenlandske investor udsættes således ikke nødvendigvis for en hårdere beskatning, fordi Danmark beskatter udbytter til udlandet. Hvis udbyttebeskatningen evt. ophæves, ville det kun føre til en lempeligere beskatning i de relativt få tilfælde, hvor udlandet ikke giver credit for den danske skat, eller i de tilfælde hvor den udenlandske investor er hjemmehørende i et lavskattelands, der ikke beskatter udbytter, eller beskatter udbytterne lempeligt. En dansk ophævelse ville således primært medføre, at beskatningen overføres til udlandet.

Hvis en udenlandsk investor fx køber et investeringsbevis i et **investeringsselskab**, som er akkumulerende, og der ikke udbetales udbytte fra de aktier, som investeringsselskabet ejer, så vil hele afkastet på de underliggende aktier dermed være skattefrit i Danmark. Det skyldes, at hele afkastet i dette tilfælde vil fremkomme i form af avance på den udenlandske investors investeringsbevis. Og som beskrevet beskattes avancer ikke i Danmark.

Hvis investeringsselskabet har en dansk aktie, og der udbetales udbytte fra det danske selskab, skal der betales udbytteskat på 15 pct. af det udbytte, der betales ind i investeringsselskabet. Hvis investeringsselskabet herefter udlodder udbyttet, således at det resterende udbytte optræder som avance på investeringsbeviset, vil der ikke udløses yderligere beskatning i Danmark. Beskatningen af udbyttet er således i dette tilfælde samlet 15 pct., svarende til en direkte investering. Vælger instituttet derimod at udlodde hele udbyttet, så vil udbyttet, ud over de 15 pct., også blive udbyttebeskattet ved udlodning ud af investeringsselskabet. Reglerne for investeringsselskaber betyder således på den ene side, at det sikres, at staten får et provenu fra skat på udbytte fra danske aktier på omkring 15 pct., men også at afkast i form af udbytte, som investeringsselskabet udlodder til udenlandske investorer beskattes hårdere, end hvis den udenlandske investor havde investeret direkte i en dansk aktie. Det er nødvendigt for at bevare dansk kildebeskatning af udenlandske investeringer i danske aktier. Beskatningsprincippet er herudover en naturlig konsekvens af, at investeringsselskabet er en selvstændig skattepligtig enhed på linje med almindelige aktieselskaber o.l., der er omfattet af samme beskatningsprincip.

Reglerne for investeringsselskaberne er så vidt muligt – dvs. givet hensynet til dansk udbyttebeskatning - indrettet således, at der sikres størst mulig skattemæssig neutralitet for udenlandske investorer mellem investering via instituttet og ved direkte investering i værdipapirer. Desuden

betyder reglerne, at det i højere grad er skattereglerne i investors hjemland, som fastlægger, hvilken skat på udbytter og avancer af danske aktier, som investor i sidste ende må betale.

I et **minimumsbeskattet investeringsinstitut** skal der normalt ikke betales udbytteskat for den del af udbyttet, som betales fra et dansk selskab til instituttet. Det skyldes den såkaldte frikortsordning. På den anden side gælder imidlertid, at hele minimumsindkomsten skattemæssigt betragtes som udbytte, selvom dele af udlodningen fra instituttet hidrører fra kursavancer ved realisation af aktiver. I de minimumsbeskattede institutter bliver en større del af afkastet således beskattet som udbytte, og – i modsætning til i et investeringsselskab – er det ikke uden videre muligt at akkumulere hele investeringsafkastet i avancer på investeringsbeviserne, hvorved den udenlandske investor ellers kunne undgå dansk beskatning. Det er et bærende princip, at frikortsordningen modsvares af, at Danmark sikres en beskatning på investorniveau. Det er en forudsætning hvis provenuet fra udbyttebeskatning af udenlandske investeringer skal fastholdes i Danmark.

I forhold til investering via minimumsbeskattede investeringsinstitutter kan udenlandske investorer principielt undgå udbytteskat af minimumsindkomsten ved at afstå investeringsbeviset umiddelbart før instituttets opgørelse af minimumsindkomsten og herefter eventuelt genkøbe beviset efter udlodningen. Herved realiseres afkastet som en kursgevinst, som ikke er omfattet af begrænset skattepligt. En sådan fremgangsmåde – der som udgangspunkt også kan anvendes ved direkte investeringer – medfører dog handelsomkostninger i et vist omfang, og der vil kunne være en kursrisiko forbundet hermed, i det omfang kursen kan ændre sig mellem salgs- og genkøbstidspunktet. Den nævnte skattemæssige behandling forudsætter således efter praksis, at der er tale om et reelt salg. Der er så vidt vides ikke tilgængelig information, som kan belyse det konkrete omfang af transaktioner af denne art.

Endelig er det vigtigt at understrege, at reglerne for beskatning af minimumsbeskattede institutter netop er indrettet efter at sikre størst mulig skattemæssig neutralitet for danske personlige investorer mellem investering via et investeringsinstitut og direkte i de dominerende værdipapirer.

1.5 Principperne for beskatning

Der er en række forskellige hensyn og afvejninger, der vil skulle indgå ved en vurdering af evt. ændringer i beskatningsreglerne for investeringer via investeringsinstitutter. Disse bygger på samfundsøkonomiske overvejelser og kan sammenfattes i de seks kriterier, der er vist i tabel 1.1.

Tabel 1.1. Kriterier for vurdering af analysens løsningsmodeller

Kriterium	Samfundsøkonomiske hensyn	Udfordring ved nuværende skattesystem
<i>Neutralitet</i>	Neutralitet mellem direkte og indirekte investeringsformer sikrer, at investor vælger sin anbringelsesform uden hensyn til skatten.	Reglerne for de minimumsbeskattede investeringsinstitutter er indrettet på, at der er størst muligt neutralitet for danske personlige investorer (fysiske personer). Reglerne for investeringsselskaberne er primært indrettet på, at der er størst mulig neutralitet for udenlandske investorer.
<i>Provenu</i>	Investering gennem investeringsinstitutter bør ikke understøtte skatteudskydelse for investorer. Det er et centralt princip at opretholde beskatningen af aktieudbytter, der tilfalder udenlandske investorer, uanset om disse ejer aktierne direkte eller via et dansk investeringsinstitut.	At sikre at skattesystemet er effektivt og kan administreres, og at bevare beskatningsretten til udbytter tjent på danske aktier.
<i>Import</i>	Import af forvaltningsservice fra institutter i udlandet kan potentielt øge konkurrencen på det danske marked til gavn for de danske investorer i form af bedre og billigere produkter.	Danske personlige investorer foretrækker under de gældende regler i overvejende grad at investere via minimumsbeskattede investeringsinstitutter. De udenlandske institutter ønsker tilsyneladende ikke at opgøre minimumsindkomsten efter de danske regler. Det vil potentielt svække deres mulighed for at tiltrække danske investorer.
<i>Eksport</i>	Eksport af investeringsbeviser øger volumen i de danske investeringsinstitutter, hvilket potentielt kan give mulighed for stordriftsfordele og dermed lavere omkostninger.	Udbyttebeskatningen kan udgøre en udfordring for danske investeringsinstitutters eksportevne. Opgørelsen af minimumsindkomsten foretages af hensyn til danske investorer, og medfører ikke en neutral beskatning for udenlandske investorer. Investeringsselskaber er indrettet med henblik på neutralitet for udlændinge.
<i>Forenkling</i>	Simple regler for investorer og institutter vil reducere administrationsomkostningerne og kan potentielt øge incitamentet til at investere.	Opgørelsen af minimumsindkomsten er kompleks, men er forenklet væsentligt i forhold til tidligere.
<i>Volumen</i>	Større volumen, altså større investerede formuer under forvaltning i institutterne, øger muligheden for gennem stordriftsfordele at minimere omkostningerne.	De gældende regler medfører, at danske investorer investerer i minimumsbeskattede investeringsinstitutter, og at udenlandske investorer foretrækker investeringsselskaber.

Skattemæssig neutralitet mellem anbringelsesformer

Skattereglerne for investeringsinstitutter tilstræber som nævnt, at danske investeringer gennem institutter beskattes på samme måde som direkte investeringer. Dette skal sikre, at skattemæssige hensyn i mindst muligt omfang har indvirkning på den enkeltes anbringelsesform. Hvis det er opfyldt, siges beskatningen at være "neutral". Hvis det ønskes, at beskatningen af danske, personlige

investorer skal reduceres, bør det ske ved generelt at nedsætte kapital- og aktieindkomstbeskattningen for personer og ikke ved selektive lempelser for bestemte anbringelsesformer.

Hvis beskattningen ikke er neutral, kan investor med fordel omlægge sin portefølje og dermed opnå en skattefordel. Hvorvidt investor omlægger sin portefølje afhænger af, i hvor høj grad de forskellige investeringsformer kan substituere hinanden, og dermed i hvor høj grad de forskellige investeringsformer ligner hinanden. De forskellige investeringsmuligheder siges at være "perfekte substitutter", hvis investor er lige tilfreds med de forskellige muligheder. I en sådan situation kan selv små skatteændringer medføre store porteføljeomlægninger mellem de forskellige investeringsformer.

En skattemæssig begunstiggelse af én investeringsform i forhold til en anden fører til et samfundsøkonomisk tab, hvis det er skattefordelen, som får investorerne til at omlægge porteføljen til en anden investeringsform. Dette skyldes, at investor er villig til at tolerere et lidt mindre (risikojusteret) afkast før skat og dermed en tilsvarende mindre samfundsøkonomisk værdi af investeringen af det skattefavoriserede aktiv. Hvis skattereglerne begunstiger en bestemt investeringsform, fører det samtidig til en udhuling af skattegrundlaget, samtidig med at investeringerne ikke foretages der, hvor det samfundsøkonomiske afkast er størst. Af disse årsager er "neutralitet" et bærende hensyn i indretningen af de danske skatteregler.

Hvorvidt ændringer i skattereglerne for investeringsinstitutter medfører samfundsøkonomiske tab eller gevinster, afhænger derfor også af, om ændringen fører til et mere neutralt skattesystem. Selektive begunstiggelser via skattesystemet, der gør investering via investeringsinstitutter mere attraktive, medfører således en forvriddning (et samfundsøkonomisk tab), som kan undgås, hvis tilskyndelsen til at investere og spare op i stedet opnås gennem en generel nedsættelse af kapitalafkastbeskattningen (og en mere symmetrisk kapitalindkomstbeskattning), som netop ikke favoriserer specifikke anbringelsesformer.

Fuld neutralitet kan kun opnås, hvis investeringsinstitutterne ikke anses for at være selvstændige skattesubjekter. Dette vil betyde, at man ved beskattningen "ser igennem investeringsinstitutterne", eller at investeringsinstitutterne er "skattemæssigt transparente", hvorved investorerne anses for at have investeret direkte i de værdipapirer, instituttet køber på deres vegne. Det er dog ikke praktisk muligt, hvis institutterne skal kunne håndtere mange kunder. Investeringsinstitutterne skal derfor kvalificeres som selvstændige skattesubjekter.

Dansk kildeskat på udenlandske investorers udbytte

Et andet centralt hensyn i skattereglerne har været at opretholde dansk kildeskat på udenlandske investorers udbytter fra danske aktieselskaber. Det har traditionelt været et principielt ønske, at indtægter optjent i Danmark ligeledes beskattes her. Samtidig vurderes kildeskat på udbytter at være en forholdsvis lidt forvriddende skat.

At forvriddningen er begrænset, skyldes *for det første*, at udenlandske investorer ofte vil kunne få lempelse for hele eller dele af skatten, der som udgangspunkt kan modregnes (krediteres) i den udenlandske investors skat i sit hjemland. Hvis hjemlandet også beskatter udbytte fra investeringsinstitutter, bliver den udenlandske investor ikke økonomisk dårligere stillet ved at investere i et dansk investeringsinstitut i forhold til at investere i et investeringsinstitut i hjemlandet. *For det andet* er dansk beskattning af aktieudbytter ikke nødvendigvis noget stort problem for rammevilkårene for danske virksomheder. Det skyldes, at udbyttebeskattning ikke vil påvirke investeringsincitamentet for virksomhederne væsentligt, hvis den løbende indtjening kan finansiere en stor del af investeringsudgifterne. I den situation – som måske særligt karakteriserer større, modne virksomheder og dermed de virksomheder, der primært er interessante for udenlandske porteføljeinvestorer – er dansk kildeskat på aktieudbytte ikke, eller kun i mindre grad, forvriddende. *For det tredje* fungerer

dansk kildeskat på udbytter som et generelt værn mod skatteplanlægning, der sigter mod at mindske skatten af aktiviteter i Danmark. Af disse årsager er beskattning af udbytter indtjent i Danmark et centralt princip i det danske skattesystem.

Balancen mellem de samfundsøkonomiske hensyn og markedet for investeringsprodukter

Indretningen af skattereglerne er således præget af to centrale hensyn, nemlig neutralitet på tværs af anbringelsesformer og bevarelse af kildeskatter på udbytter indtjent i Danmark. Disse hensyn er baseret på overordnede samfundsøkonomiske overvejelser. Ikke desto mindre kan der være nogle aktiviteter og brancher, som påvirkes negativt. I debatten om investeringsinstitutter har der således særligt været fokus på, at reglerne skulle begrænse den internationale konkurrence på det danske marked og danske institutters mulighed for at sælge deres investeringsbeviser i udlandet.

Et velintegreret internationalt marked for investeringsinstitutter øger konkurrencen, hvilket medfører en række samfundsøkonomiske fordele *jf. tabel 1.1*. Øget konkurrence, fx fra udenlandske institutter, kan lægge pres på omkostningsniveauet i danske institutter til gavn for investorerne. Det giver som udgangspunkt en samfundsøkonomisk gevinst.

Forbedrede eksportmuligheder kan desuden føre til øgede stordriftsfordele i institutterne. Det kan også medføre lavere omkostninger. Dette kommer dog ikke nødvendigvis investorerne til gode.

Øget import (dvs. mere konkurrence i sektoren) og øget eksport (større udenlandske markedsandele til og større volumen i danske institutter) kan altså være til gavn for den enkelte investor og for samfundet som helhed. Men som anført ovenfor, vil der også være ulemper, hvis skattereglerne for at opnå disse gevinster indrettes, så forskellige investeringsformer i højere grad end i dag beskattes forskelligt. Det viser sig, at de muligheder for ændringer med henblik på at understøtte import og eksport, som kan identificeres, i høj grad vil indebære, at de overordnede hensyn til neutralitet for danske investorer samt opretholdelse af kildeskat på udbytter fra danske virksomheder vil skulle tilsidesættes. Desuden er det uklart, hvorvidt ændringer i skattereglerne vil have nogen mærkbar betydning for konkurrenceforholdene på markedet.

Endelig er det vigtigt, at reglerne ikke bliver mere komplicerede end højst nødvendigt. Dels for at minimere det administrative besvær for borgere og skattemyndigheder, dels for at forbedre investorernes mulighed for at afveje de enkelte investeringsmuligheder overfor hinanden. Enkle regler kan derfor bidrage til at tiltrække flere investorer til det danske marked og gøre det lettere for udenlandske institutter at udbyde deres produkter.

Som nævnt bør man nedsætte og sikre større symmetri i den samlede beskattning af aktie- og kapitalindkomst (frem for at favorisere specifikke anbringelsesformer), hvis der er et ønske om at styrke danske personers tilskyndelse til at investere i aktier og obligationer. Det skal selvsagt afvejes over for fordelingsvirkningerne af sådan en ændring, idet beskattningen også afspejler fordelingspolitiske hensyn. Men hvis symmetri og neutralitet i højere grad var et bærende element i den samlede kapitalindkomstbeskattning, ville det også på væsentlige områder forenkle reglerne. Neutralitet og symmetri i skattesystemet er derfor også med til at understøtte enkelhed.

Der er således en række forskellige hensyn i skattepolitikken og afvejninger imellem disse, der vil skulle indgå ved en vurdering af evt. ændringer i beskattningsreglerne for investeringer via investeringsinstitutter.

I denne analyse behandles udelukkende skattereglernes indflydelse på de kriterier, der er nævnt ovenfor, herunder problemstillingerne vedrørende import og eksport, *jf. tabel 1.1*. Der er imidlertid ikke særlig stærk evidens for, om det er skattereglerne, som hæmmer konkurrencen og mulighederne for import, og andre barrierer er formentlig mere afgørende. Således er der eksempelvis fremsat kritik af, at den formidlingsprovision, som de danske banker modtager fra egne investeringsinstitutter, reducerer konkurrencen. Det kan holde udenlandske investeringsinstitutter ude af det danske marked til ugunst for de danske forbrugere.

Ud over skattereglerne kan der således også være andre faktorer, der kan have betydning for mulighederne for import af udenlandske investeringsprodukter til det danske marked. Typisk vil en reduktion af sådanne barrierer have gavnlige samfundsøkonomiske virkninger uden at svække skatteprovenuet og principperne i skattesystemet.

1.6 Analysens hovedkonklusioner

Der er rejst tre overordnede kritikpunkter af beskatningen af investeringsinstitutter. For det første at de danske udbyttebeskatningsregler hindrer danske investeringsinstitutter i at kunne tiltrække udenlandske investorer. Dette betegnes som et eksportproblem.

For det andet har bl.a. udenlandske investeringsinstitutter anført, at de danske skatteregler er for komplicerede, og dermed favoriserer danske investeringsinstitutter. Ifølge kritikken skaber reglerne en barriere for, at danske investorer vælger udenlandske investeringsinstitutter. Dette betegnes som et importproblem.

For det tredje har de beskatningsmæssige forhold for værdipapirfonde været kritiseret for at forhindre, at Danmark kan etablere sig som centrum for kapitalforvaltning. Værdipapirfonde udgør en mere enkel ramme for investeringsforvaltning end de eksisterende investeringsforeninger. Dette behandles som en særskilt problemstilling.

1.6.1 Udbyttebeskatningsreglerne - modeller

En lempelse af den danske udbyttebeskatning af udenlandske investorer har været fremhævet som en barriere, der begrænser de danske investeringsinstitutters muligheder for at kunne eksportere deres ydelser til udlandet og dermed tiltrække udenlandske kunder til den danske investeringsfundsbranche.

I analysen er der opstillet 4 modeller med mulige ændringer af udbyttebeskatningen af udenlandske investorer. De løsningsmuligheder, der er undersøgt, opsummeres i tabel 1.2 (og mere detaljeret i tabel 1.4 sidst i sammenfatningen):

Tabel 1.2. Undersøgte modeller for ændring af udbyttebeskatningsreglerne

Model 1:	Generel ophævelse af beskatningen af alle udbytter fra Danmark til udenlandske investorer. Herved beskattes udenlandske investorer hverken af udbytter fra danske investeringsinstitutter eller fra danske aktier ved direkte investering.
Model 2:	Ophævelse af beskatningen af udbytter fra danske investeringsinstitutter til udenlandske investorer. Beskatningen af udbytter fra danske aktier ved direkte investering bevares.
Model 3:	Lempelse for investeringsinstituttets udbyttebeskatning på investorniveau med henblik på at skabe en mere transparent beskatning.
Model 4:	Udlodning fra danske investeringsinstitutter til udenlandske investorer separeres, således at det kun er udbytter, der er udbetalt skattefrit ind i det danske investeringsinstitut, der udbyttebeskattes hos den udenlandske investor.

Model 1 er medtaget for at illustrere de økonomiske konsekvenser, hvis Danmark generelt skulle miste beskatningsretten til udbytter til udenlandske investorer.

I analysen konkluderes det, at de danske beskatningsregler for udbytte næppe afgørende forhindrer de danske investeringsinstitutter i at sælge deres produkter til udenlandske investorer.

For det første kan udenlandske investorer undgå dansk udbytteskat ved at investere i akkumulerende investeringsselskaber, da avancer ved salg ikke beskattes i Danmark. *For det andet* vil en skattefritagelse af udbytter i mange tilfælde ikke give investor en lempeligere beskatning, i det omfang den udenlandske investor kan opnå lempelse i sit hjemland. Det skyldes, at en fritagelse blot vil betyde, at Danmark opgiver beskatningen til fordel for investors hjemland. *For det tredje* vil begunstiggelse af investeringsfondsbranchen på udbytteområdet ikke forbedre mulighederne for at tiltrække udenlandsk kapital til danske virksomheder væsentligt, da de danske investeringsinstitutter hovedsageligt investerer i udenlandske selskaber. Samtidig er det børsnoterede selskaber, som investeringsinstitutterne investerer i. De børsnoterede danske virksomheder har ikke samme udfordringer med at tiltrække udenlandsk kapital, som de små- og mellemstore virksomheder.

Pensionskasser er fritaget for selskabsskat i Danmark, ligesom det ofte er tilfældet for udenlandske pensionskasser. For pensionskasser er der i flere dobbeltbeskatningsoverenskomster indsat en skattefritagelse for udbytter. I disse tilfælde er Danmarks fritagelse for udbytteskatten ikke ensidig, men ledsaget af en tilsvarende skattefritagelse for danske pensionskasser, der investerer i de pågældende lande. Danmark tilbyder altid en sådan bestemmelse i dobbeltbeskatningsoverenskomsterne.

Analysen konkluderer desuden, at det er et bærende princip, at Danmark beskatter udbytter, der føres ud af landet. Det skyldes bl.a. hensynet til at begrænse mulighederne for skatteplanlægning med sigte på at undgå dansk beskatning af investeringer ind i Danmark.

Analysen konkluderer i den forbindelse, at en skattefritagelse af udbytter fra danske investeringsinstitutter til udenlandske investorer potentielt vil kunne have store negative provenumæssige konsekvenser, som det er vanskeligt at sætte præcise tal på. En fritagelse for udbyttebeskatning vil i nogle af analysens beskrevne modeller medføre, at udenlandske investorer altid kan nøjes med at betale 15 pct. i skat af udbytter fra danske selskaber. Kapitalfondsinvestorer og øvrige investorer i lavskattelande, som i dag som udgangspunkt betaler 27 pct. i udbytteskat, vil således opleve en de facto skatnedsættelse.

Analysen konkluderer desuden, at det vil være vanskeligt at målrette de beskrevne modeller, således at investorer hjemmehørende i lavskattelande, herunder kapitalfondsdeltagere, ikke også skal omfattes af lempelsen af udbyttebeskatningen.

1.6.2 Indkomstopgørelsen - modeller

Det har været anført, at de gældende regler for opgørelse af indkomsten i de minimumsbeskattede investeringsinstitutter er for komplicerede til, at udenlandske investeringsinstitutter ønsker at udbyde deres produkter på det danske marked. Dvs. at reglernes kompleksitet giver problemer med import af investeringsprodukter. Hvis udenlandske investeringsinstitutter ikke vælger at udbyde deres produkter som minimumsbeskattede investeringsinstitutter, vil de som hovedregel blive kvalificeret som investeringsselskaber, som for den danske personlige investor ikke altid er neutralt beskattet.

Reglerne for opgørelsen af minimumsindkomst er blevet forenklet for få år siden. Hvis danske investorer efterspørger produktet, er der desuden intet i de gældende skatteregler, der forhindrer, at udenlandske investeringsinstitutter etablerer sig på det danske marked som minimumsbeskattede investeringsinstitut. Det må desuden konstateres, at flere udenlandske kapitalforvaltere mv. har etableret minimumsbeskattede investeringsinstitutter i Danmark. Der kan således være andre mere betydende årsager til evt. mangel på udenlandsk konkurrence end de danske skatteregler.

I analysen er der opstillet 5 modeller med henblik på at belyse virkninger af ændrede regler for opgørelse af indkomsten ved investering i investeringsinstitutter. De løsningsmuligheder, der er undersøgt, opsummeres i tabel 1.3. (og mere detaljeret i tabel 1.5. sidst i sammenfatningen).

Tabel 1.3. Undersøgte modeller for ændringer vedrørende indkomstopgørelsen

Model 5	Beskatningen af både danske og udenlandske investorer lempes ved at ændre på opgørelsen af minimumsindkomsten, således at realiserede avancer ikke indgår. Herved gives der mulighed for akkumulering af avancerne i investeringsinstituttet.
Model 6	Beskatningen af danske investorers investering i investeringsselskaber lempes, således at beskatningen ændres fra et lagerprincip til beskatning ved realisation.
Model 7	Beskatningen af danske investorers investering i investeringsselskaber lempes, således at beskatningen ændres fra et lagerprincip til beskatning ved realisation. Lempelsen finansieres ved en særlig skabelonbeskatning af investor af værdien af investeringen.
Model 8	Beskatningen af danske personlige investorers investering i investeringsselskaber lempes, således at beskatningen ikke kun sker som kapitalindkomst, men som enten aktieindkomst eller kapitalindkomst baseret på aktiverne i investeringsselskabet. Dette svarer til, hvad der gælder ved investering i minimumsbeskattede investeringsinstitutter.
Model 9	Beskatningen af danske investorers investering i investeringsselskaber nedsættes, således at indkomsten ved investeringen kun medregnes med en lavere medregningsprocent ved indkomstopgørelsen.

I relation til indkomstopgørelsen konkluderer analysen, at der ikke er grundlag for at ændre indkomstopgørelsen for de *minimumsbeskattede investeringsinstitutter*. Analysen konkluderer, at reglerne næppe kan forenkles yderligere, hvis der fortsat skal være rimelig neutralitet mellem placeringer via minimumsbeskattede institutter og direkte placeringer i aktier og obligationer.

Det har været kritiseret, at udenlandske investorer ikke i alle tilfælde opnår en neutral beskatning, hvis de investerer i et minimumsbeskattet investeringsinstitut. Reglerne for minimumsbeskattede institutter sigter imidlertid først og fremmest på at sikre neutralitet for danske investorer. Hertil kommer, at minimumsbeskattede investeringsinstitutter faktisk er favoriseret, idet der – sammenlignet med direkte investeringer - er en fordel i form af fradrag for administrationsomkostninger og bedre adgang til at udnytte tabsfradrag. Det kan ikke anbefales, at realiserede aktieavancer ikke skal indgå i opgørelsen af minimumsindkomsten, da en undtagelse af disse avancer vil skabe en langt mindre neutral beskatning af danske personlige investorer.

For investering via *investeringselskaber* vil en større grad af neutralitet for danske personlige investorer kunne opnås ved at beskatte investering i aktiebaserede investeringselskaber som aktieindkomst.

Herudover er reglerne for de minimumsbeskattede investeringsinstitutter blevet kritiseret for ikke at give mulighed for anvendelse af *andelsklasser*, som efterspørges af udenlandske investorer, ligesom udenlandske investorer heller ikke i alle tilfælde opnår en neutral beskatning, hvis de investerer i et minimumsbeskattet investeringsinstitut.

Andelsklasser kan give mulighed for at samle investorer med forskellige præferencer i den samme afdeling i et investeringsinstitut. Der er fri mulighed for at oprette andelsklasser i investeringselskaberne. Investeringselskaberne skaber derfor en god ramme for at tilgodese investorer med forskellige præferencer fx i forhold til at modtage udbytter og hvilke værdipapirer, der skal investeres i. Det gælder både danske og udenlandske investorer. Mulighederne for at oprette andelsklasser i det minimumsbeskattede investeringsinstitut er derimod begrænsede, og analysen konkluderer, at det ikke er muligt at udvide disse muligheder, uden at andelsklassen gøres til en selvstændig skattemæssig enhed. Dette vil dog ikke give den fleksibilitet, som branchen ønsker.

1.6.3 Værdipapirfonde

I 2012 er det blevet muligt at oprette værdipapirfonde i Danmark. Det er blevet anført, at beskatningsreglerne forhindrer, at danske investeringsinstitutter kan etablere et internationalt marked for forvaltning af værdipapirfonde. Kritikken går blandt andet på den skattemæssige kvalifikation af værdipapirfonde, og på at værdipapirfonde registreret i udlandet kan være skattepligtige til Danmark, hvis de administreres af et dansk forvaltningsselskab.

I analysen konkluderes det, at værdipapirfonde er selvstændige skattesubjekter, der som udgangspunkt vil være skattepligtige i Danmark, hvis de administreres af et dansk investeringsforvaltningsselskab. Hvis en værdipapirfond administreres fra Danmark, er det således konklusionen, at de som udgangspunkt får ledelsens sæde i Danmark. En særregel, der fritager sådanne værdipapirfonde fra at være skattepligtige i Danmark, vil i realiteten have samme konsekvens som at ophæve beskatningen af udbytter fra investeringsinstitutter til udenlandske investorer. Som ovenfor nævnt giver analysen ikke grundlag for at ændre i udbyttebeskatningsreglerne.

Tabel 1.4. Opsummering af modeller for ændringer af udbyttebeskatningsreglerne

	Model 1: Generel ophævelse af beskatningen af alle udbytter fra Danmark til udenlandske investorer	Model 2: Ophævelse af beskatningen af udbytter fra danske investeringsinstitutter til udenlandske investorer	Model 3: Lempelse på investorniveau for udenlandsk beskatning af investeringsinstituttet	Model 4: Udlodning fra danske investeringsinstitutter til udenlandske investorer – separering af udbytteudlodninger fra danske selskaber
Mere neutralitet		Ja, delvist for udenlandske investorer. Nej for danske investorer.	Ja, som udgangspunkt.	Ja, delvist.
Årligt mindreprovenu*	Ca. 3.340 mio. kr. efter tilbageløb og adfærd.	Ca. 10 mio. kr. efter tilbageløb og adfærd, hvori der dog ikke er indregnet potentielt betydelige afledte effekter af, at andre brancher vil kunne benytte investeringsinstitutter til at nedbringe beskatningen af udbytte fra investeringer i Danmark.	Ca. 665 mio. kr. efter tilbageløb og adfærd.	Ca. 20 mio. kr. efter tilbageløb og adfærd, hvori der dog ikke er indregnet potentielt betydelige afledte effekter af, at andre brancher vil kunne benytte investeringsinstitutter til at nedbringe beskatningen af udbytte fra investeringer i Danmark.
Forbedret import		Nej.	Nej.	Nej.
Forbedret eksport		Ja.	Nej.	Ja.
Større forenkling		Nej, dog en vis forenkling for udenlandske investorer.	Nej, stærkt komplicerende.	Nej.
Større volumen		Ja.	Nej.	Ja.

Anm. Det skal bemærkes at provenuskønnene skal betragtes som grove overslag, og at de ifm. med en eventuel konkret politisk behandling vil skulle konsolideres.

*Beregningerne tager højde for visse adfærdseffekter, men de estimerede provenueffekter er behæftet med betydelig usikkerhed. Beregningerne tager fx ikke højde for, at der vil opstå et incitament til, at udenlandske investorer, der i dag betaler 27 pct. i udbytteskat fx investorer i kapitalfonde, vil kanalisere deres investeringer gennem investeringsinstitutter frem for traditionelle kapitalfondsstrukturer for derved at nedbringe den danske udbyttebeskatning. Dette kan være aktuelt for model 2 og 4.

Tabel 1.5. Opsummering af modeller for ændringer vedr. indkomstopgørelsen

	Model 5: Minimumsbeskattede. Akkumulering af avancer	Model 6: Investeringselskaber. Realisationsbeskatning	Model 7: Investeringselskaber. Skabelonbeskatning og realisationsbeskatning	Model 8: Investeringselskaber. Opdeling i aktieindkomst/kapitalindkomst	Model 9: Investeringselskaber. Lavere medregningsprocent
Mere neutralitet	Nej, for danske personlige investorer vil modellen give mulighed for skatteudskydelse og dermed mindre neutralitet. Nej, for udenlandske investorer, der er beskattet på niveau eller højere end den danske beskatning. Ja, i et vist omfang for lavt eller ubeskattede udenlandske investorer.	Nej, beskatningen vil blive mindre neutral i forhold til direkte investering. Modellen vil afgørende kunne forvride investeringsbeslutningen til skade for andre indirekte investeringsformer med mere neutral beskatning.	Nej, da investorer kan akkumulere investeringsafkastet, hvilket ikke er tilfældet ved direkte investering. Skabelonbeskatningen skaber heller ikke neutralitet.	Ja, mere neutralt for de fleste investorer. Lagerbeskatning vil dog som udgangspunkt ikke være neutralt i forhold til realisationsbeskatning ved direkte investering.	Ja, højere grad af neutralitet ved investering i aktiebaserede investeringselskaber. Ved investering i obligationsbaserede investeringselskaber vil der dog ikke være tale om øget neutralitet.
Årligt mindre provenu*	Ca. 215 mio. kr. efter tilbageløb og adfærd.	Ca. 705 mio. kr. efter tilbageløb og adfærd.	Ca. 75 mio. kr. efter tilbageløb og adfærd.	Ca. 30 mio. kr. efter tilbageløb og adfærd.	Ca. 25 mio. kr. efter tilbageløb og adfærd.
Forbedret import	Tvivlsomt, da usikkert om reel forenkling.	Ja.	Ja, delvist. De minimumsbeskattede investeringsinstitutter vil dog stadig være bedre for danske investorer.	Ja, delvist. De minimumsbeskattede investeringsinstitutter vil dog stadig være bedre for danske investorer.	Ja, i begrænset omfang.
Forbedret eksport	Ja, meget lille effekt.	Ja, delvist.	Ja, delvist.	Ja, delvist.	Ja, delvist.
Større forenkling	Ja, men kun i mindre omfang.	Ja, men ikke for investorerne.	Nej, hvis ekstra regelsæt.	Nej isoleret set, men reglerne vurderes samlet set som enkle.	Nej, men kun i mindre omfang. Hvis de minimumsbeskattede investeringsinstitutter bliver fra-valgt af investorerne, vil det være en stor forenkling.
Større volumen	Ja - i et vist omfang.	Ja.	Ja, dog i begrænset omfang.	Ja, delvist.	Ja.

Anm. Det skal bemærkes at provenuskønnene skal betragtes som grove overslag, og at de ifm. med en eventuel konkret politisk behandling vil skulle konsolideres

* Beregningerne tager højde for adfærdseffekter, men de estimerede provenueffekter er behæftet med usikkerhed. I det omfang modellerne kombineres, således at fx model 8 og 9 kombineres, vil dette have indvirkning på de samlede adfærdseffekter og dermed de samlede provenuvirkninger. De præsenterede modeller skal således betragtes isoleret.

2. Fakta om investeringsinstitutter og deres investorer

2.1 Indledning

Dette kapitel giver et indblik i danskernes investeringsadfærd, særligt via danske investeringsinstitutter. Det er blevet mere udbredt at investere indirekte, og investeringsbeviser udgør i dag godt halvdelen af husholdningernes finansielle investeringer. Særligt de minimumsbeskattede investeringsinstitutter er udbredte blandt de danske investorer, mens investeringsselskaberne kun tiltrækker en begrænset andel af danske investorers frie midler.

Cirka $\frac{3}{4}$ mio. danske personer ejede investeringsbeviser i danske investeringsinstitutter for i alt ca. 400 mia. kr. ved udgangen af 2014. Ca. 215 mia. kr., altså omtrent halvdelen, er erhvervet for frie midler, mens resten primært er erhvervet via privatforvaltede pensionsopsparinger i pengeinstitutter.

De minimumsbeskattede investeringsinstitutter tiltrækker langt størstedelen af husholdningernes indirekte investeringer, mens investeringsselskaberne udgør en mere beskedne andel. Forskellen mellem de minimumsbeskattede investeringsinstitutter og investeringsselskaber beskrives nærmere i kapitel 6 og 7.

Det viser sig, at institutternes investorer i høj grad prioriterer sikkerhed og risikospredning i deres investeringer. Dette kommer først og fremmest til udtryk ved, at danskerne i særlig høj grad vælger obligationsbaserede afdelinger og dernæst, at de i høj grad søger international risikospredning vha. afdelinger med udenlandske aktier. Godt halvdelen af investorernes formue er således investeret i obligationsbaserede afdelinger med henholdsvis 32 pct. og 19 pct. i danske og udenlandske obligationer. Aktiebaserede afdelinger med udenlandske aktier udgør ca. 32 pct. af danskernes investerede formue via institutterne, mens afdelinger med danske aktier tiltrækker ca. 4 pct. af formuen.

Institutternes afkast afviger ikke nævneværdigt fra udviklingen i de underliggende markeder.

2.2 Danske personers beholdning af investeringsbeviser

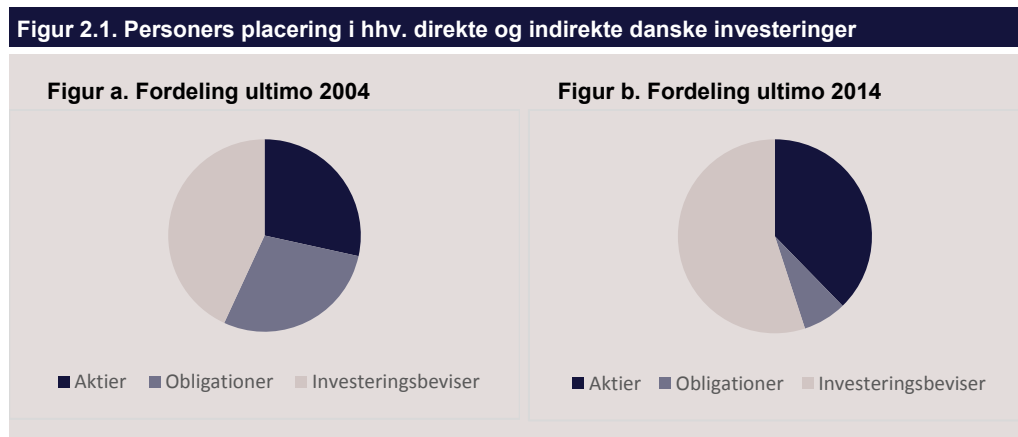
Siden det første investeringsinstitut blev oprettet i midten af 1950'erne, er opsparingen via institutterne vokset fra et beskedent niveau til i dag at udgøre godt halvdelen af husholdningernes finansielle investeringer. Personers placering af pensionsmidler har bidraget til denne udvikling.

Den samlede beholdning af værdipapirer (aktier, obligationer og investeringsbeviser) registreret i VP Securities (VP) udgjorde i 2014 ca. 7.300 mia. kr., svarende til ca. 380 pct. af BNP. Heraf udgjorde den samlede formue investeret via danske investeringsinstitutter ca. 1.100 mia. kr.³ Der findes dog også investeringsinstitutter, som ikke er registreret i VP. Den totale formue investeret via institutterne overstiger således 1.900 mia. kr. ved udgangen af 2014⁴.

Ca. 700 mia. kr. er investeret via institutter, der henvender sig til personer, mens den resterende del af den investerede formue er placeret i institutter, der udelukkende henvender sig til institutionelle investorer⁵.

Investeringsbeviser udgør således ca. 15 pct. af den samlede beholdning af værdipapirer registreret i VP. Heraf udgør personers investeringer ca. 35 pct.⁶ Selskaber og institutionelle investorer ejer ca. 60 pct., mens udlandet ejer ca. 5 pct. af de samlede investerede midler i investeringsinstitutterne. Investeringsinstitutter, der ikke registrerer deres udstedte investeringsbeviser i VP, henvender sig normalt ikke til personlige investorer. Af den samlede beholdning på ca. 1.900 mia. kr. af investeringsbeviser udgør den private ejerandel ca. 22 pct.

Værdien af personers beholdning af danske investeringsbeviser er steget betydeligt det seneste årti, men også investeringsbevisernes *andel* af porteføljesammensætningen er steget, *jf. figur 2.1*.



Kilde: Danmarks Nationalbanks Værdipapirstatistik.

³ VP Securities, beholdningsstatistik, december 2014. Beholdningsværdierne i VP svarer ikke til den reelle formue investeret i danske værdipapirer, da statistikken indeholder dobbelt- og triple-registreringer mv. En investering via institut fremgår således både af beholdningsværdien af investeringsbeviser, samt instituttets underliggende investeringer. I tilfældet, at ét institut investerer via et andet institut, kan investeringen registreres tre gange i beholdningsstatistikken osv. Dertil er det ikke alle værdipapirer, der er registreret i VP.

⁴ Danmarks Nationalbank - Investeringsforeningsstatistik. Denne statistik er også påvirket af dobbeltregistreringer mv. *jf. fodnoten ovenfor.*

⁵ IFB – Markedsstatistik, december 2014.

⁶ Omfatter både frie midler og pensionsmidler mv.

Investeringsbeviser udgør godt halvdelen af danske personlige investorers finansielle investeringer ved udgangen af 2014, *jf. figur 2.1*.

Danskerne vælger altså at placere en større andel af deres opsparing i investeringsbeviser fremfor at investere direkte i hhv. aktier eller obligationer. Denne tendens har kunnet ses i årene op til 2014. Værdien af personers beholdning af obligationer er mere end halveret på fire år, mens værdien af aktier og investeringsbeviser udgør en større andel af personers direkte og indirekte ejede beholdning af værdipapirer.

Tabel 2.1. Værdien af personers direkte og indirekte investeringer, mia. kr.

Mia. kr.	2010	2011	2012	2013	2014
Aktier	200	155	190	245	270
Obligationer	120	110	85	65	50
Investeringsbeviser	285	285	325	350	400
I alt	605	550	600	660	720

Anm: Beholdningsstatistikken omfatter papirer registreret i VP, mens direkte investeringer i fx udenlandske værdipapirer ikke er omfattet af statistikken. Værdien er opgjort ultimo året.

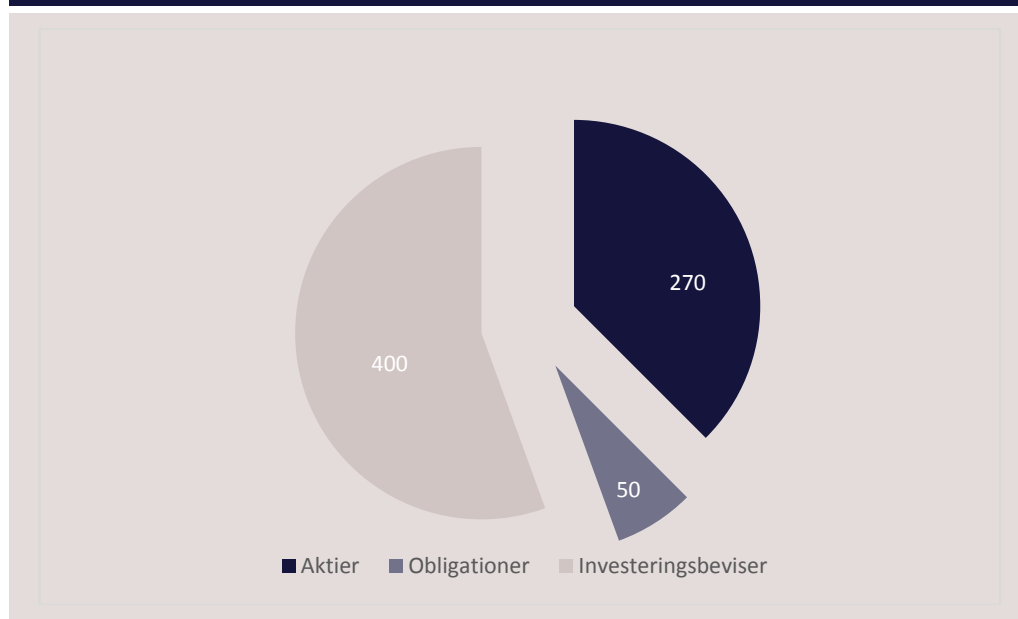
Kilde: VP Securities.

Den samlede værdi af danske aktier registreret i VP var ved udgangen af 2014 ca. 2.000 mia. kr. Heraf ejede investeringsinstitutterne danske aktier for knap 80 mia. kr. (3,9 pct. af den samlede beholdningsværdi af danske aktier), svarende til ca. 4 pct. af institutternes samlede formue på godt 1.900 mia. kr. Husholdningernes samlede ejerandel af danske aktier udgjorde ca. 290 mia. kr., hvoraf hovedparten på 270 mia. kr. var investeret direkte, mens ca. 17 mia. kr. var investeret i danske aktier via investeringsinstitutter. Husholdningerne ejer dermed ca. 14 pct. af den samlede beholdningsværdi af danske aktier.

Af de godt 700 mia. kr., *jf. tabel 2.1*, som danske personer ejede danske værdipapirer for, var ca. 400 mia. kr. investeret via investeringsinstitutter ved udgangen af 2014⁷. Til sammenligning ejede personer danske aktier for ca. 270 mia. kr. og obligationer for 50 mia. kr. ultimo 2014, *jf. figur 2.2*.

⁷ Ved "personer" henvises der til lønmodtagere, pensionister mv. samt personligt ejede virksomheder, hvor erhvervsaktiviteten ikke er udskilt i en separat juridisk enhed.

Figur 2.2. Personers placering i hhv. direkte og indirekte investeringer, mia. kr.



Anm: Beholdningsstatistikken omfatter papirer registeret i VP, mens direkte investeringer i fx udenlandske værdipapirer ikke er omfattet af statistikken.

Kilde: VP Securities.

”Investeringsinstitutter” kan skattemæssigt opdeles i flere forskellige kategorier. Overordnet set skelnes særligt for detailinvestorer skatteretligt mellem *minimumsbeskattede investeringsinstitutter* og *investeringselskaber*. Investering via investeringselskaber, der er organiseret som aktieselskaber, registreres statistisk som en aktieinvestering, hvorved investeringer i disse klassificeres som direkte ejerskab af aktier. Dette er ikke tilfældet for køb af beviser i minimumsbeskattede investeringsinstitutter.

2.3 Investeringer i investeringsinstitutter

Overordnet kan investor vælge mellem minimumsbeskattede institutter og investeringselskaber. De skatteretlige regler for de forskellige investeringsinstitutter gennemgås nærmere i kapitel 6.

Personer kan købe investeringsbeviser ved brug af deres frie midler⁸, private pensionsopsparinger i pengeinstitutter, børneopsparinger mv. Herudover kan investeringsformen påvirke flere danskere, da en stor del af pensionsmidlerne i pensionskasserne er investeret via investeringsinstitutter. Fokus i denne analyse er primært personers investeringer for frie midler⁹.

Af de samlede investeringer for frie midler udgjorde danske investorers investeringer i minimumsbeskattede investeringsinstitutter ca. 190 mia. kr., mens investeringerne via investeringselskaber

⁸ Personers frie midler er den del af en persons formue, man har umiddelbar råderet over, og som ikke er placeret i særlige skattebegünstigede ordninger. Investeringsbeviser erhvervet for frie midler beskattes efter de almindelige skatteregler, herunder evt. virksomhedsskatteordningen. Begrebet frie midler omfatter således ikke pensions- og børneopsparinger.

⁹ Det er ikke umiddelbart muligt at adskille privates frie midler og pensionsmidler (i individuelle depoter) i VP-statistikken, hvorfor begge dele indgår i tallene for personlige investorers beholdninger i tabel 2.1 og figur 2.1 ovenfor.

udgjorde ca. 25 mia. kr. i 2014¹⁰. Det vil sige, at kun godt 10 pct. af de indirekte investeringer sker i *investeringselskaber*, og at langt størstedelen af beholdningen af danske personers indirekte investeringer sker via de *minimumsbeskattede investeringsinstitutter*.

Blandt de minimumsbeskattede investeringsinstitutter er der en klar overvægt af obligationsbaserede investeringsbeviser i de private porteføljer, mens de aktiebaserede investeringsbeviser udgør en mere begrænset andel. Investeringerne i de obligationsbaserede, minimumsbeskattede institutter udgjorde knap to tredjedele af personers samlede placeringer i disse institutter, mens en tredjedel af beholdningsværdien bestod af aktiebaserede investeringsbeviser, *jf. figur 2.3*.

Figur 2.3. Personers indirekte investeringer for frie midler, beholdning 2014, mia. kr.



Kilde: IFB.

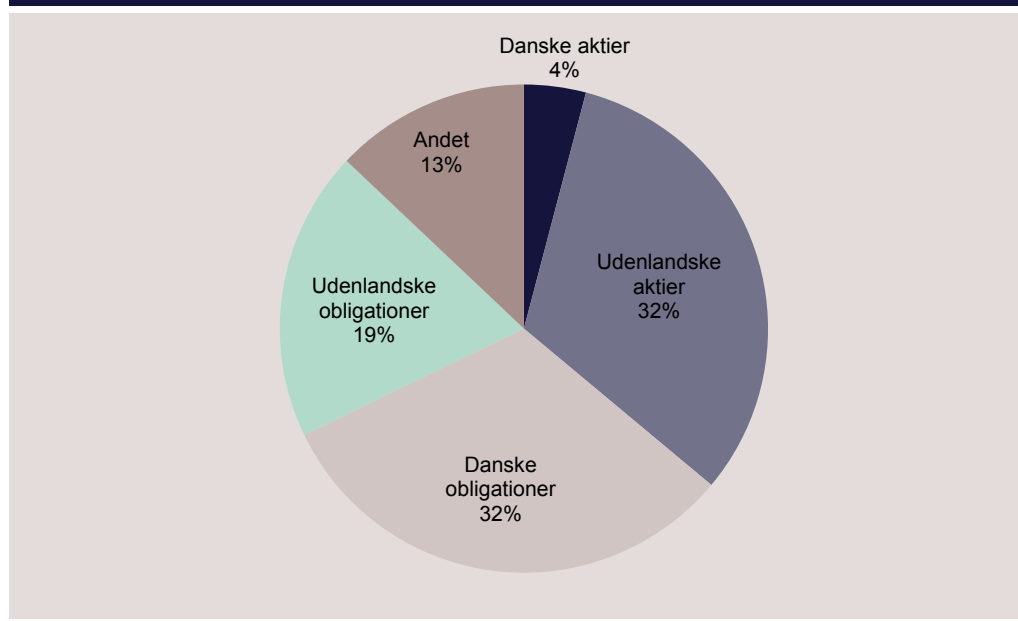
Personlige investorer ejer altså investeringsbeviser, erhvervet for frie midler, for ca. 215 mia. kr. ved udgangen af 2014. Ifølge IFB ejer ca. 760.000 danskere investeringsbeviser¹¹.

De ca. 760.000 danskere, der investerer igennem institutter, har som nævnt samlet set investeret for ca. 400 mia. kr. inkl. pensionsopsparinger i private depoter. Det svarer til, at hver investor i gennemsnit ejer beviser i investeringsinstitutter for godt en halv mio. kr. Som vist ovenfor er 215 mia. kr. af de samlede 400 mia. kr. – altså godt halvdelen – erhvervet for frie midler.

Investorerne vælger i vidt omfang de obligationsbaserede afdelinger, men også afdelinger med udenlandske aktier er udbredte blandt de personlige investorer, *jf. figur 2.4*.

¹⁰ Investeringsfondsbranchen (IFB).

¹¹ IFB – "Et portræt af de personlige investorer i de danske investeringsforeninger", marts 2015.

Figur 2.4. Danske personers investeringer via institutter

Anm.: "Andet" består altovervejende af blandede afdelinger. Statistikken omfatter lønmodtagere og pensionister mv., personligt ejede virksomheder og nonprofit institutioner rettet mod husholdningerne. Dermed indgår både frie midler og pensionsmidler.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Ca. halvdelen af husholdningernes indirekte investerede formue er således placeret i obligationer, hvoraf ca. 32 pct. er placeret i danske obligationer, mens 19 pct. er placeret i udenlandske obligationer. Afdelinger med udenlandske aktier udgør ca. 32 pct. af husholdningernes investerede formue, mens danske aktier til sammenligning udgør ca. 4 pct.

Obligationer er betydeligt mindre populære ved direkte investeringer. Obligationer udgør således ca. 15 pct. af husholdningernes *direkte* investeringer i danske værdipapirer, *jf. figur 2.2*. Til sammenligning udgør obligationsbaserede investeringer knap 90 pct. af husholdningernes *indirekte* investeringer i danske værdipapirer, *jf. figur 2.4*. På tilsvarende vis investerer husholdningerne sjældent direkte i udenlandske værdipapirer. Ved udgangen af 2014 beløb beholdningsværdien af privates direkte investeringer i udenlandske aktier og obligationer sig blot til 68 mia. kr.¹², svarende til ca. 17 pct. af husholdningernes samlede direkte investeringer. Til sammenligning udgør udenlandske værdipapirer godt 50 pct. af husholdningernes indirekte investeringer, *jf. figur 2.4*.

Dette tyder på, at personer, der investerer via institutterne, i høj grad prioriterer sikkerhed og risikospredning i deres investeringer. Danskernes forholdsvis store investeringer i afdelinger med obligationer og udenlandske aktier skal formentlig ses i lyset af, at en stor del af gevinsten ved at investere via et investeringsinstitut, først og fremmest knytter sig til risikospredning. Investorerne anvender således primært institutterne til at investere i obligationer og udenlandske værdipapirer. På den måde opnår de en meget bred portefølje med kun få transaktioner, fx med aktier fra mange lande i stedet for danske aktier alene. For den enkelte kan det være komplekst og omkostningstungt at opnå en tilsvarende global risikospredning ved direkte investering.

Andelen af befolkningen, der investerer via institutter, stiger med alderen. Mens ca. 25 pct. i aldersgruppen 60 – 90+ år ejer investeringsbeviser, så er dette kun tilfældet for godt 5 pct. af de 0 – 39

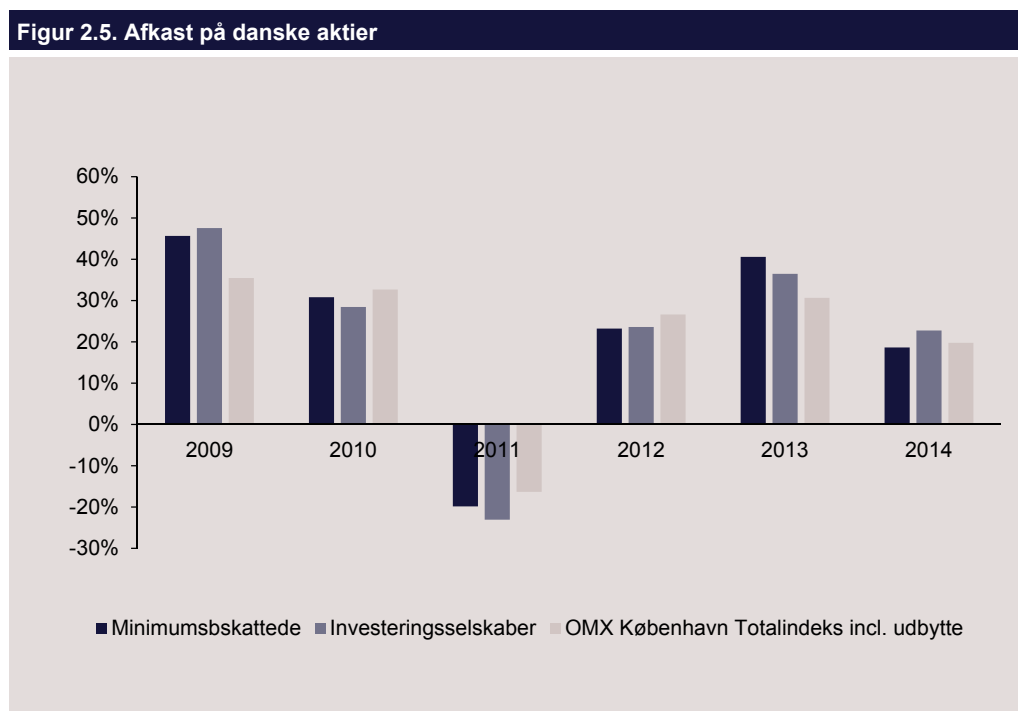
¹² Danmarks Nationalbank (DNKAP).

årige. Den investerede formue stiger ligeledes med alderen som en naturlig konsekvens af opsparingernes størrelse på tværs af aldersgrupperne. Den investerede formue er således tæt på 200.000 kr. eller mindre for personer under 40 år, mens den overstiger 700.000 kr. for personer over 60 år. For særligt yngre familier vurderes det, at opsparing især sker via pensionsopsparing og gældsnedbringelse, mens der omvendt optages gæld med henblik på fx at købe bolig og gennemføre uddannelse. Dette indebærer, at placeringerne i investeringsinstitutterne for mange familier især sker via pensionsopsparinger.

2.4 Ejerperiode og afkast ved investering i investeringsinstitutter

Danske personlige investorer ejer, som nævnt, i gennemsnit investeringsbeviser for godt en halv mio. kr., hvoraf ca. halvdelen er erhvervet for frie midler. Den gennemsnitlige ejerperiode er ca. fire år, men variationen er betydelig på tværs af investorer¹³. Ved beregning af de årlige omkostninger i pct. (ÅOP) antager branchen således, at den gennemsnitlige holdeperiode er syv år, hvilket anses for at være en rimelig antagelse for "traditionelle investorer". På den anden side omsætter andre investorer beviserne langt hyppigere end dette benchmark.

Afkastet (efter omkostninger) varierer på tværs af institutter og afdelinger, men har i perioden 2009 til 2014 i gennemsnit svaret nogenlunde til den underliggende markedsudvikling. Investeringsinstitutter med fokus på danske aktier har således i den viste periode opnået et afkast, der omtrent svarer til udviklingen på det danske aktiemarked i sin helhed, *jf. figur 2.5*.



Anm: Der skelnes ikke mellem passive og aktive investeringsinstitutter.

Kilde: IFB – Markedsstatistik.

¹³ Oplyst af IFB.

Udviklingen i afkastet og afkastets gennemsnitlige størrelse afhænger bl.a. af institutternes risiko-profil. Særligt for højt specialiserede institutter kan der forekomme store forskelle i afkast. Således opnåede investeringsinstitutter, der specialiserede sig i Nordamerika, et medianafkast på knap 26 pct. i 2014. Afkastet i investeringsinstitutter med fokus på Latinamerika opnåede derimod et tab på ca. 3 pct.

Som ved institutter, der fokuserer på danske aktier, svarer afkastet (efter omkostninger) dog nogenlunde til resultatet i det underliggende marked. Dette tyder på, at institutterne primært bidrager ved at give den enkelte investor lettere adgang til risikospredning, hvad enten investor vælger institutter, der specialiserer sig i enkelte lande, brancher eller verdensdele.

De minimumsbeskattede investeringsinstitutter er forpligtede til at opgøre en minimumsindkomst, mens det er frivilligt, hvor meget de ønsker at udlodde til investorerne. Investeringselskaber er heller ikke forpligtede til at udlodde og vil ofte være akkumulerende. Samlet set udbetalte detail-fonde, dvs. institutter der henvender sig til personlige investorer, udbytter for godt 16 mia. kr. i 2014¹⁴.

¹⁴ IFB – Markedsstatistik, januar 2015.

3. Samfundsøkonomisk betydning af investeringsinstitutter

3.1 Indledning

På baggrund af danskernes investeringsadfærd via investeringsinstitutter, *jf. kapitel 2*, gøres der i dette kapitel rede for institutternes samfundsøkonomiske betydning samt de overordnede skattepolitiske hensyn, som bør ligge til grund for beskattningen.

Ved at investere via et investeringsinstitut opnår investor en forholdsvis nem adgang til risikospredning i et omfang, der ellers – særligt for mindre formuer – kan være vanskelig at opnå ved direkte investering. Da porteføljevaltning og risikostyring samtidig er forbundet med stordriftsfordele, kan investeringsinstitutterne potentielt reducere de samlede omkostninger forbundet hermed. Stordriftsfordelen kommer dog ikke nødvendigvis de enkelte investorer til gode i form af lavere omkostninger.

Som det fremgår af kapitel 2, så anvender danskerne i høj grad institutterne til at opnå risikospredning og til at investere i obligationer. Dette indebærer, at investeringsinstitutterne kun spiller en begrænset rolle i forhold til formidling af kapital til danske selskaber.

Det er et centralt hensyn, at skattereglerne så vidt muligt virker neutralt i forhold til valg af investeringsform, herunder valget mellem at eje finansielle aktiver direkte eller indirekte via et investeringsinstitut. Desuden er det et centralt hensyn at understøtte opretholdelse af kildeskat på indkomst, som udenlandske investorer opnår fra investeringer i danske selskaber. Ændringer i skattereglerne for investeringsinstitutterne, med henblik på at filtrække udenlandske institutter til det danske marked eller at styrke danske institutters markedsandele i udlandet, vil i større eller mindre udstrækning udfordre disse to hensyn.

Neutrale skatteregler medfører, at skattemæssige hensyn ikke er udslagsgivende for investorernes valg af investeringsform. Dette betyder, at den enkeltes investeringsbeslutninger forvrides mindst

muligt, hvorved investorerne vælger de investeringer, der resulterer i det største forventede afkast førskat. Dette er samfundsøkonomisk optimalt.

Ændringer i skattereglerne kan både medføre samfundsøkonomiske tab og gevinster. Retningen afhænger af, om ændringen fører til et mere neutralt skattesystem, eller om den i stedet virker mere forvridende på investorerne adfærd.

Det er som nævnt et centralt hensyn, at Danmark beskatter udbytter, der føres ud af landet. Det skyldes bl.a., at kildeskat på udbytter vurderes at være en forholdsvis lidt forvridende skat og hensynet til at begrænse mulighederne for skatteplanlægning med sigte på at udgå dansk beskatning af investeringer ind i Danmark.

Mere international konkurrence i form af øget import og eksport kan bidrage til at reducere omkostningerne ved porteføljevaltning til gavn for investorerne og samfundet som helhed. Dette vil dog næppe være tilfældet, hvis skattereglerne for at opnå disse gevinster indrettes, så forskellige investeringsformer i højere grad beskattes forskelligt, hvorved neutraliteten i skattesystemet bliver mindre.

Øget eksport kan evt. medføre øget beskæftigelse i investeringsinstitutterne. Den samlede beskæftigelse bestemmes imidlertid af arbejdsudbuddet og arbejdsmarkedets rammevilkår. Dette indebærer, at øget beskæftigelse inden for investeringsformidling vil blive modsvaret tilsvarende af mindre beskæftigelse i andre brancher. Der vurderes derfor ikke at være væsentlige samfundsøkonomiske gevinster forbundet med at øge beskæftigelsen i investeringsfundsbranchen.

3.2 Investeringsbeviser kontra direkte investeringer

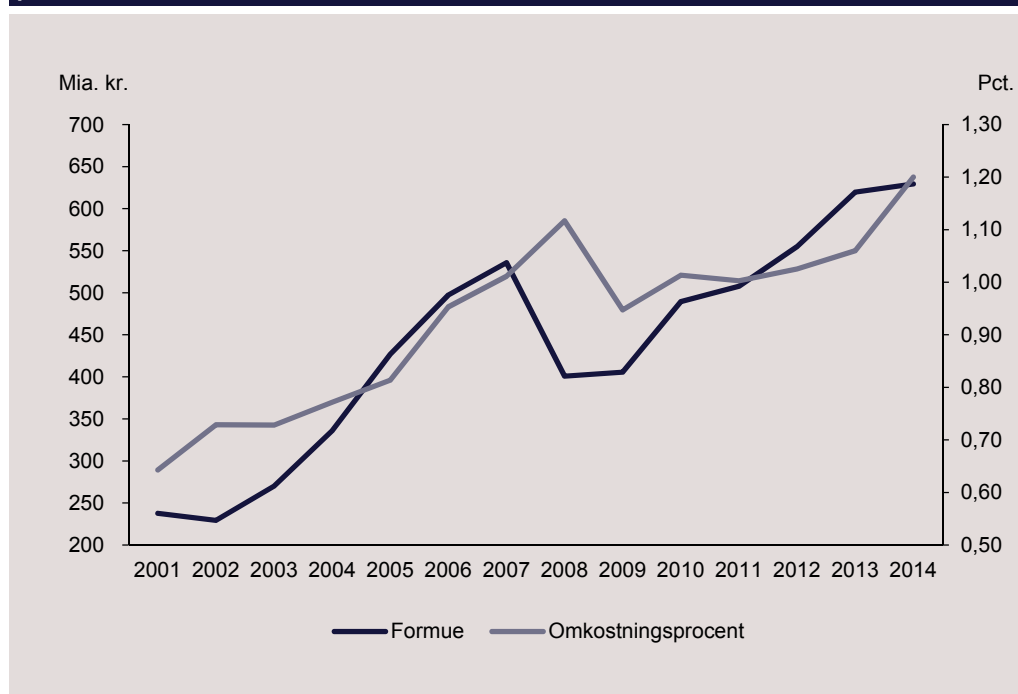
Investeringsinstitutter giver personer (og andre investorer) nem adgang til at opnå risikospredning og – med betydelig variation fra institut til institut – aktiv porteføljevaltning til en relativt fordelagtig pris. Forvaltning af en veldiversificeret portefølje kræver indblik i aktie- og obligationsmarkederne, samt indsigt i hvordan forventet afkast og risiko afvejes. Det kræver tid og penge at opnå en veldiversificeret portefølje ved direkte investering. Særligt ved investering i aktier skal der en forholdsvis stor opsparing til, før investor kan diversificere sin portefølje og tilpasse risikoprofilen til sine præferencer. Det vurderes, at langt de fleste mindre, personlige investorer næppe vil have mulighed for at opnå så diversificeret en portefølje, som det er muligt via investeringsbeviser. Dette kan være en af årsagerne til, at danskerne i stigende omfang vælger at investere i investeringsbeviser, *jf. kapitel 2*.

Investeringsinstitutter giver den enkelte investor en genvej til risikospredning. Det er muligt, da instituttet samler opsparingen for mange investorer, hvorved medlemmerne kan dele handels- og administrationsomkostningerne mellem sig. Da administrationsomkostningerne ikke stiger i samme takt som formuens størrelse, er investeringsforvaltning i et vist omfang forbundet med stordriftsfordele. Herved kan investeringer via investeringsinstitutter potentielt reducere de samfundsøkonomiske omkostninger ved porteføljevaltning. Stordriftsfordelen må forventes at vokse med den investerede formue i institutterne. Tiltag, der øger den forvaltede volumen, kan således forventes at minimere de samfundsøkonomiske omkostninger ved porteføljestyring. Volumen vil stige, hvis flere investorer, danskere såvel som udlændinge, finder institutterne attraktive, og hvis institutterne formår at samle investorerne i færre afdelinger. Enkle og gennemskuelige regler kan i denne henseende bidrage til, at investorerne i endnu højere grad vil uddelegere forvaltningen af deres

opsparinger til danske institutter, ligesom såkaldte andelsklasser kan give mulighed for at samle investorer med forskellige præferencer i de samme afdelinger.

Stordriftsfordelen ved at investere kollektivt burde som udgangspunkt indebære, at porteføljevaltningsomkostningerne samlet set (dvs. under hensyntagen til såvel egentlige udgifter som omkostningen ved investors anvendelse af egen tid) bliver lavere. Omvendt giver delegeringen af investeringsbeslutninger til professionelle forvaltere principielt anledning til incitamentsproblemer i forhold til fx markedsføring og ressourceanvendelse i forbindelse med den løbende styring af porteføljen. Ifølge Finanstilsynet er omkostningsprocenten for danske institutter således steget fra godt 0,6 pct. til 1,2 pct. fra 2001 til 2014, på trods af at institutternes forvaltede formue er mere end fordoblet, *jf. figur 3.1*¹⁵.

Figur 3.1. Udviklingen i investeringsinstitutternes formue, samt udviklingen i omkostningsprocenten, 2001-2014.



Anm: Formuen omfatter kun investeringsinstitutter under tilsyn af Finanstilsynet, og afviger således fra beholdningsstatistikken i bl.a. VP Securities og Nationalbanken. Omkostningsprocenten er udregnet som et vægtet gennemsnit mellem aktie- og obligationsbaserede afdelinger, samt blandede afdelinger.

Kilde: Finanstilsynet.

3.3 Kapitalformidling til selskaber

Hvis investeringsinstitutterne tiltrækker flere investorer til de danske værdipapirmarkeder, kan dette bidrage til at øge adgangen til kapital for danske selskaber samt bidrage til, at de danske værdipapirmarkeder er likvide og velfungerende.

Investorerne anvender dog først og fremmest institutterne til at investere i obligationer og udenlandske aktier, *jf. kapitel 2*. Danske aktier udgør således ca. 4 pct. af de personlige investorers portefølje i investeringsinstitutterne, mens udenlandske aktier til sammenligning udgør ca. 32 pct.

¹⁵ Finanstilsynet – "Markedsudviklingen i 2014 for investeringsforeninger".

Det er således en forholdsvis lille andel af formuen i investeringsinstitutterne, der investeres i danske aktier. Dette skal formentlig ses i lyset af, at en stor del af den gevinst, som en dansk investor kan opnå gennem et investeringsinstitut, først og fremmest knytter sig til risikospredning, da der for selv mindre beløb kan opnås adgang til en veldiversificeret portefølje. Det kan tale for at investere i investeringsbeviser, som kan være en genvej til at skabe en bred portefølje, fx med aktier fra mange lande i stedet for danske aktier alene. For den enkelte kan det være komplekst og omkostningsfuldt at opnå en tilsvarende global risikospredning ved direkte investering.

Med den relativt lille formueandel investeret i danske aktier spiller investeringsinstitutterne dermed en beskeden rolle i forhold til kapitalformidlingen til danske selskaber. Investeringsinstitutter skal således først og fremmest ses som et porteføljeforvaltningsværktøj og et instrument til at opnå risikospredning for investorerne, hvilket kan sænke de samfundsøkonomiske omkostninger ved risikostyring.

3.4 Beskatning af investorer med investeringsbeviser

De danske skatteregler for investering via investeringsinstitutter er indrettet således, at selve investeringsinstituttet som udgangspunkt ikke betaler skat. Til gengæld beskattes investor enten via beskattningen af det realiserede afkast i instituttet (minimumsindkomsten) eller via lagerbeskatning.

Hvis investor ikke som minimum løbende beskattes af realiserede gevinster mv., ville dette give en skattemæssig favorisering af indirekte investering i forhold til direkte investeringer i aktier og obligationer. Det skyldes, at der igennem investeringsinstitutterne ville være mulighed for at realisere kursgevinster samt at modtage renter og udbytter og at genplacere afkastet, uden at dette udløste beskatning hos investor. Dette vil være forvridende i forhold til direkte investeringer, hvor realiserede afkast ikke kan akkumuleres uden beskatning. Den løbende beskatning skal dermed sikre, at institutterne ikke kan anvendes til at udskyde beskatningen i forhold til direkte investeringer.

Urealiserede avancer beskattes dog kun løbende ved lagerprincippet, som kun gælder ved investering via investeringsselskaberne. Beskatningen af urealiserede afkast kan dermed udskydes ved at investere direkte eller via de minimumsbeskattede institutter. Dette kan give anledning til såkaldte "indlåsnings effekter", hvor henholdsvis investorerne eller institutterne fastholder de underliggende investeringer uhensigtsmæssigt længe. Investorerne/instituttet afstår således fra at foretage optimale formueomplaceringer med henblik på at udskyde skatten længst muligt. Dermed foretages investeringerne ikke nødvendigvis med henblik på at opnå det største forventede afkast *før* skat, hvilket ikke er optimalt fra et samfundsøkonomisk perspektiv. Det kan dog alligevel være i investors interesse pga. af gevinsten ved skatteudskydelse, hvorved afkastet *efter* skat kan optimeres.

De forskellige typer af investeringsinstitutter beskattes ikke ens, men der er en parallelitet mellem beskattningen af de forskellige investeringsformer, således at der i størst muligt omfang ikke skabes skattemæssige forvridninger mellem de forskellige investeringsstrategier. Hvordan en dansk investor beskattes af investeringsafkast fra et investeringsinstitut, beror på, hvilken skattemæssig status investeringsinstituttet har, *jf. kapitel 6*.

Skattereglerne for investeringsinstitutter er således overordnet set indrettet med henblik på at sikre, at investeringer gennem institutter skattemæssigt behandles omtrent på samme måde som ved en direkte investering, hvorved den enkeltes investeringsbeslutninger forvrides mindst muligt for en

dansk husholdningsinvestor. Dette gør sig især gældende for beskattningen af de minimumsbeskattede investeringsinstitutter.

Som udgangspunkt har institutterne dog en fordel, særligt ved at have fradrag for forvaltningsomkostningerne. For personer, der investerer direkte i aktier og obligationer, er porteføljeforvaltningsomkostninger ikke fradragsberettigede. Det er de i realiteten for investeringsinstitutter, fordi omkostningerne fragår i minimumsindkomsten eller ved opgørelsen af værdien af investeringsbeviset og dermed i det skattepligtige afkast, som investor opnår. Det betyder, at investor opnår en fordel ved at investere via et investeringsinstitut fremfor at investere direkte i de underliggende værdipapirer, da der på denne måde opnås fradrag for porteføljeforvaltningsomkostningerne¹⁶.

Det implicerer isoleret set en skattemæssig begunstiggelse af investeringer via institutter, svarende til i omegnen af 0,2-0,6 pct. af formuen afhængig af omkostningernes størrelse og investors marginalskat.

Endvidere fragår instituttets tab på børsnoterede aktier i opgørelsen af minimumsindkomsten uden kildeartsbegrænsning. Dette gælder både aktie- og obligationsbaserede afdelinger. Ved direkte investering kan tab på børsnoterede aktier kun modregnes i gevinster eller udbytter fra andre børsnoterede aktier (kildeartsbegrænset tab). I de minimumsbeskattede investeringsinstitutter kan tab på børsnoterede aktier derimod modregnes i andre indtægtskilder, heriblandt obligationer og finansielle kontrakter. Beviser i investeringsselskaber er ikke omfattet af kildeartsbegrænsning, da afkastet beskattes som kapitalindkomst, og da beskattningen sker efter lagerprincippet.

I modsat retning trækker, at en dansk husholdningsinvestor, der køber udenlandske aktier via et dansk investeringsinstitut, ikke kan modregne evt. udenlandsk kildeskat på aktieudbytter i den danske indkomstskat. Ved direkte investering kan investor normalt opnå lempelse for den udenlandske kildeskat, mens der alene kan opnås fradrag via en nedgang i investeringsbevisets værdi ved indirekte investering.

Samlet set er det imidlertid vurderingen, at de gældende regler sikrer en nogenlunde neutral behandling af danske husholdningers investeringer via minimumsbeskattede investeringsinstitutter sammenholdt med direkte investeringer. Dette gør sig ikke i samme omfang gældende for investeringer via investeringsselskaber, da afkastet fra disse institutter lagerbeskattes og altid henregnes til kapitalindkomsten.

3.5 Konsekvenser ved at ændre skattereglerne til fordel for investeringer i investeringsinstitutter

Hvis investeringsinstitutter reelt udgør et perfekt substitut for direkte investeringer, vil den enkelte investor være indifferent mellem investeringsformerne og dermed villig til at skifte fra den ene til den anden investeringsform ved selv små ændringer i det forventede afkast efter skat. Hvis afkastet fra investeringsinstitutter fx beskattes lempeligere, vil investorerne placere en meget stor del af (principielt hele) formuen i det skattefavoriserede aktiv, i dette eksempel i investeringsinstitutterne. Hvis der reelt ikke er forskel på investering gennem investeringsinstitutter og direkte investering, vil

¹⁶ Det bemærkes dog, at det samme delvist gælder ved investeringsrådgivning i pengeinstitutterne, hvor kunderne indirekte opnår fradrag igennem rentemarginalen. Det samme gør sig dog ikke gældende for serviceydelse, der finansieres ved gebyrer.

en sådan omlægning af formuen som følge af ændrede skatteregler hverken medføre samfundsmæssige gevinster eller tab. Dette må nødvendigvis være tilfældet, da nettoafkastet i så fald må være ens fra et samfundsøkonomisk perspektiv. Provenuet fra afkastbeskatningen vil derimod blive reduceret, hvilket før eller siden må imødegås – enten ved at forhøje andre skatter og afgifter eller ved at reducere de offentlige udgifter. Hvis forskellige ejerformer er tæt på at være perfekte substitutter, kan disse omlægningseffekter i sagens natur være meget store, således at de provenumæssige konsekvenser ved en omlægning af beskatningen vil være betydelige.

Et investeringsinstitut er imidlertid næppe et perfekt substitut for direkte investering, fordi der, som tidligere nævnt, kan være forskelle forbundet med porteføljevaltning og risikospredning. Hvis direkte og indirekte investeringer ikke er perfekte substitutter, vil fx en mere lempelig beskatning af investeringsinstitutter medføre, at investorerne kun vil omlægge en andel af porteføljen fra direkte ejerskab til institutter.

En omlægning vil være fordelagtig for investor, så længe vedkommende opnår en marginal skattefordel, der overgår andre forskelle, fx i størrelsen på afkastet før skat og efter omkostninger. Derfor kan skattebegunstigelsen føre til et samfundsøkonomisk tab, som skyldes, at investor er villig til at tolerere et lidt mindre afkast før skat og dermed en tilsvarende mindre samfundsøkonomisk værdi af investeringen af den skattefavoriserede investering. Samlet set betyder det, at hvis skattereglerne begunstiger en bestemt investeringsform, fører dette sandsynligvis til en kombination af øget forvriddningstab ved den samlede beskatning og udhuling af skattegrundlaget.

På den baggrund er det et centralt hensyn, at reglerne så vidt muligt virker neutralt i forhold til valg af investeringsform.

En ændring af skattereglerne kan dermed medføre enten samfundsøkonomiske tab eller gevinster. Retningen afhænger af, hvorvidt ændringen fører til et mere neutralt skattesystem, eller om det i stedet virker forvridende på den enkelte investors adfærd. Størrelsen af effekten afhænger af, i hvor høj grad investeringsinstitutterne udgør et perfekt substitut for direkte investeringer.

Hvis det ønskes at styrke rammevilkårene for danskeres investeringer i aktier og obligationer, bør det således ikke ske ved at favorisere specifikke anbringelsesformer, i det omfang sådanne ændringer reducerer neutraliteten på tværs af de forskellige anbringelsesformer. Medmindre ændringer i beskatningen øger neutraliteten, bør evt. lempelser snarere ske i den generelle beskatning af personers aktie- og kapitalindkomst. Det vil også reducere beskatningen af de investeringer, der sker via investeringsinstitutterne, men uden at direkte investeringer stilles ringere.

Eventuelle ændringer i beskatningen af investeringsinstitutter kan således heller ikke ses uafhængigt af kapitalafkastbeskatningen i øvrigt.

3.6 Import og eksport af professionel porteføljevaltning

De danske skatteregler tilstræber at skabe en nogenlunde ensartet beskatning ved direkte investering og ved investering via investeringsinstitutter. Reglerne kan imidlertid samtidig medføre udfordringer i forhold til såvel danske institutters mulighed for eksport af porteføljevaltning og udenlandske institutters salg på det danske marked.

Øget konkurrence, fx fra udenlandske institutter, kan lægge pres på omkostningsniveauet i danske institutter til gavn for investorerne. I det omfang omkostningerne har karakter af udgifter til flere ansatte, indkøb af ydelser osv., kan skærpet konkurrence give anledning til bedre ressourceudnyttelse inden for investeringsforvaltning. Det giver en samfundsøkonomisk gevinst.

Hvis lavere omkostninger i stedet modsvares af mindre overskud i de virksomheder, der administrerer institutterne, er der umiddelbart alene tale om omfordeling af indkomst fra sidstnævnte til deres kunder. Men der vil være en gevinst forbundet med, at prisen for porteføljevaltning kommer tættere på marginalomkostningen (mindre "monopolforvridning"). Konkurrencen kan også gavne forbrugerne ved at hæve kvaliteten og udbuddet af finansielle produkter og evt. tillknyttet forvaltningsservice.

Forbedrede eksportmuligheder kan desuden føre til øgede stordriftsfordele i institutterne, hvorved omkostningerne kan reduceres yderligere. Dette kommer dog ikke nødvendigvis investorerne til gode, i det omfang omkostningsprocenten ikke reduceres.

Lempeligere skatteregler for danske investeringsinstitutter kan stille disse bedre i konkurrencen med fx svenske eller luxembourgske institutter, hvor der bl.a. ikke opkræves skat af udbytte fra institutterne til udenlandske investorer. Det kan føre til øget volumen i de danske institutter og øget beskæftigelse inden for investeringsforvaltning i Danmark.

På lidt længere sigt er den *samlede* beskæftigelse imidlertid bestemt af det samlede arbejdsudbud og arbejdsmarkedets rammevilkår. Det betyder, at øget beskæftigelse – herunder af højtuddannet arbejdskraft – inden for investeringsforvaltning på lang sigt må påregnes at blive modsvaret af tilsvarende lavere beskæftigelse i andre brancher. Disse ændringer i branchesammensætning vil som udgangspunkt have negative samfundsøkonomiske konsekvenser, hvis de er foranlediget af særlige skattefordele til investeringsinstitutter, medmindre der er særlige, positive samfundsøkonomiske eksternaliteter ved den aktivitet, som branchen udfører. Desuden skal sådanne skattefordele finansieres, idet selv mindre fordele potentielt kan have betydelige provenueffekter, fx hvis de medfører større porteføljeomlægninger i Danmark. Der er imidlertid ikke umiddelbart belæg for, at der findes eksterne effekter, som kan begrunde selektive ændringer i beskatningen med henblik på at gøre Danmark til et kapitalgennemstrømningsland for udenlandske investorer i udenlandske aktier.

Danske investeringsinstitutter opnåede i 2014 det største salg til udenlandske investorer nogensinde, og eksporten har været stigende de seneste år¹⁷. Udfordringen med at eksportere investeringsinstitutters produkter til udlandet lader således til at være reduceret. Man må også formode, at importudfordringen udgør en relativt større udfordring på grund af det forholdsvist lille danske marked.

Dansk beskatning af udbytter til udenlandske investorer kan gøre det vanskeligere for danske investeringsinstitutter at tiltrække udenlandske kunder. Dansk kildeskat af aktieudbytter vurderes imidlertid samtidig at være en forholdsvis lidt forvridende skat. Det skyldes *for det første*, at udenlandske investorer i langt de fleste tilfælde vil kunne få lempelse for hele eller dele af skatten, der som udgangspunkt kan modregnes (krediteres) i den udenlandske investors skat i sit hjemland. Hvis hjemlandet også beskatter udbytte fra investeringsinstitutter på samme eller højere niveau end den danske beskatning, indebærer det, at den udenlandske investor ikke bliver dårligere stillet ved at investere i et dansk investeringsinstitut i forhold til at investere i et investeringsinstitut i hjemlandet.

For det andet er dansk beskatning af kildeskatter på aktieudbytter ikke nødvendigvis noget stort problem i forhold til rammevilkårene for danske virksomheder. Det skyldes, at udbyttebeskatning

¹⁷ IFB – "Markedet for investeringsfonde i 2014", januar 2015.

ikke vil påvirke investeringsincitamentet væsentligt, hvis virksomhedens løbende indtjening kan finansiere en stor del af investeringsudgifterne. I den situation – som måske særligt karakteriserer større, modne virksomheder og dermed de virksomheder, der primært er interessante for udenlandske investorer – er dansk kildeskat på aktieudbytte ikke, eller kun i mindre grad, forvridende.

For det tredje fungerer dansk kildeskat på udbytter som et generelt værn mod skatteplanlægning, der sigter mod at mindske skatten af aktiviteter i Danmark. Af disse årsager er beskattning af udbytter indtjent i Danmark et bærende princip i det danske skattesystem.

Øget import (dvs. mere konkurrence i sektoren) og øget eksport (større udenlandske markedsandele til danske institutter) kan altså være til gavn for den enkelte investor og for samfundet som helhed. Men som anført ovenfor vil der også være ulemper, hvis skattereglerne for at opnå disse gevinster indrettes, så forskellige investeringsformer i højere grad end i dag beskattes forskelligt. Analysen viser, at de muligheder for ændringer med henblik på at understøtte import og eksport, som kan identificeres, i høj grad vil indebære, at de overordnede hensyn til neutralitet for danske investorer samt opretholdelse af kildeskat på udbytter fra danske virksomheder vil skulle tilsidesættes. Derfor vil det være mest hensigtsmæssigt, hvis styrket konkurrence i sektoren og forøget eksport kan understøttes på andre, mindre omkostningstunge måder.

Endelig kan det eksempelvis nævnes, at den foreslåede justering af minimumsindkomsten, således at realiserede avancer fremover ikke indgår, vil kunne indebære en mere neutral beskattning for en udenlandsk investor. For en dansk investor vil den samme ændring dog betyde, at beskattningen tværtimod bliver mindre neutral. Dvs. at de enkelte kriterier ikke nødvendigvis giver det samme resultat for alle investor-typer.

3.7 Kriterier for et effektivt skattesystem

Der er en række afvejninger og hensyn, der vil skulle indgå ved vurdering af alternativer til de nuværende regler for beskattning af investeringsinstitutter. Disse kan sammenfattes i de seks kriterier vist i tabel 3.2. De seks kriterier anvendes ved vurderingen af de enkelte modeller for ændringer i reglerne, som er gennemgået i kapitel 9 og 10.

Tabel 3.2. Kriterier for vurdering af løsningsforslag

Kriterium	Samfundsøkonomiske hensyn	Udfordring ved nuværende skattesystem
<i>Neutralitet</i>	Neutralitet mellem direkte og indirekte investeringsformer sikrer, at investor vælger sin anbringelsesform uden hensyn til skatten.	Reglerne for de minimumsbeskattede investeringsinstitutter er indrettet på, at der er størst muligt neutralitet for danske personlige investorer (fysiske personer). Reglerne for investeringsselskaberne er primært indrettet på, at der er størst mulig neutralitet for udenlandske investorer.
<i>Provenu</i>	Investering gennem investeringsinstitutter bør ikke understøtte skatteudskydelse for investorer. Det er et centralt princip at opretholde beskatningen af aktieudbytter, der tilfalder udenlandske investorer, uanset om disse ejer aktierne direkte eller via et dansk investeringsinstitut.	At sikre at skattesystemet er effektivt og kan administreres, og at bevare beskatningsretten til udbytter tjent på danske aktier.
<i>Import</i>	Import af forvaltningsservice fra institutter i udlandet kan potentielt øge konkurrencen på det danske marked til gavn for de danske investorer i form af bedre og billigere produkter.	Danske personlige investorer foretrækker under de gældende regler i overvejende grad at investere via minimumsbeskattede investeringsinstitutter. De udenlandske institutter ønsker tilsyneladende ikke at opgøre minimumsindkomsten efter de danske regler. Det vil potentielt svække deres mulighed for at tiltrække danske investorer.
<i>Eksport</i>	Eksport af investeringsbeviser øger volumen i de danske investeringsinstitutter, hvilket potentielt kan give mulighed for stordriftsfordele og dermed lavere omkostninger.	Udbyttebeskatningen kan udgøre en udfordring for danske investeringsinstitutters eksportevne. Opgørelsen af minimumsindkomsten foretages af hensyn til danske investorer, og medfører ikke en neutral beskatning for udenlandske investorer. Investeringsselskaber er indrettet med henblik på neutralitet for udlændinge.
<i>Forenkling</i>	Simple regler for investorer og institutter vil reducere administrationsomkostningerne og kan potentielt øge incitamentet til at investere.	Opgørelsen af minimumsindkomsten er kompleks, men er forenklet væsentligt i forhold til tidligere.
<i>Volumen</i>	Større volumen, altså større investerede formuer under forvaltning i institutterne, øger muligheden for gennem stordriftsfordele at minimere omkostningerne.	De gældende regler medfører, at danske investorer investerer i minimumsbeskattede investeringsinstitutter, og at udenlandske investorer foretrækker investeringsselskaber.

4. Selskabsretlige regler vedrørende investeringsinstitutter og deres investorer

4.1 Indledning

Dette kapitel har til formål at beskrive de danske selskabsretlige regler, der gælder for investeringsinstitutter og deres investorer.

De danske selskabsretlige regler om investeringsinstitutter er dikteret af EU-retten, herunder via UCITS-direktivet, der regulerer UCITS-investeringsinstitutter, og som er baseret på regler om investorbekyttelse. UCITS-direktivet er implementeret i dansk ret ved lov om investeringsforeninger.

Karakteristisk for UCITS-investeringsinstitutter er, at de modtager midler fra en videre kreds af investorer eller offentligheden og placerer disse midler ud fra et princip om risikospredning. UCITS-investeringsinstitutter kan være organiseret som foreninger, kapitalforeninger med variabel kapital (*SIKAV*) eller som værdipapirfonde. Afhængig af organisationsformen kan investeringsinstituttet være selvadministrerende eller blive forvaltet af et investeringsforvaltningsselskab. Organisationsformen er også afgørende for, om investeringsinstituttet har selvstændige ledelsesorganer eller ej. Et investeringsforvaltningsselskab kan administrere investeringsinstitutter på tværs af landegrænser i hele EU.

Investeringsinstitutter, der ikke skal have tilladelse som UCITS, reguleres i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde og omfatter bl.a. hedgefonde, kapitalforeninger og kapitalfonde. Lov om forvaltere af alternative investeringsfonde implementerer FAIF-direktivet i dansk ret.

De skatteretlige regler er ikke harmoniseret, hvilket vil sige, at beskattningen af investeringsinstitutter fastsættes af de enkelte medlemslande, der kun er bundet af de almindelige frihedsrettigheder i EU-retten. I Danmark er skattereglerne udviklet relativt uafhængigt af de selskabsretlige regler.

4.2 De danske selskabsretlige regler om investeringsinstitutter

I Danmark har der eksisteret investeringsforeninger siden 1950'erne. Oprindeligt var de danske investeringsforeninger tiltænkt danske investorer, og danske investorer investerede naturligt i danske foreninger. I takt med at kapital i større grad er begyndt at bevæge sig frit over grænserne, er danske investorer i større omfang begyndt at investere via udlandet, herunder i udenlandske investeringsinstitutter. Også de danske investeringsinstitutter er i stigende omfang begyndt at markedsføre sig over for udenlandske investorer.

Skattereglerne skal håndtere det hele. Skattereglerne vedrørende beskatningen af investeringsinstitutter omfatter derfor ikke kun danske investeringsinstitutter. Reglerne skal kunne håndtere, at udenlandske investeringsinstitutter udbyder deres produkter på det danske marked. Tilsvarende skal skattereglerne vedrørende investorerne også kunne håndtere, at danske investorer investerer i udenlandske investeringsinstitutter, som kan være hjemmehørende både inden for og uden for EU/EØS. Og de skal kunne håndtere udenlandske investorer i danske investeringsinstitutter.

De danske selskabsretlige regler er i vidt omfang dikteret af EU-retten. EU-retten sætter således nogle rammer for, hvordan investeringsinstitutter i EU skal være organiseret, ligesom EU-retten stiller en række krav, herunder krav i forhold til investorbeskyttelse mv.

Skattereglerne er derimod ikke harmoniserede, og beskatningen af investeringsinstitutterne i EU er således kun bundet af de almindelige frihedsrettigheder i EU-retten, herunder reglerne om kapitalens frie bevægelighed. Skattereglerne har derfor heller ikke nødvendigvis en sammenhæng til de selskabsretlige regler. I Danmark er skattereglerne således udviklet relativt uafhængigt af de selskabsretlige regler om investeringsinstitutter. Som beskrevet nedenfor er de selskabsretlige regler afhængige af, om investeringsinstituttet henvender sig til den brede offentlighed eller ej. Dette er ikke afgørende i forhold til skattereglerne, der som udgangspunkt er de samme, uanset omfanget af investorer.

Da også investeringsinstitutter uden for EU kan markedsføre deres produkter i Danmark, skal skattereglerne også forholde sig til andre typer af investeringsinstitutter, der ikke er omfattet af det EU-retlige regelsæt. Også af den grund er skattereglerne ikke koblet til de selskabsretlige regler.

Dette betyder, at selvom man har kvalificeret investeringsinstituttet efter de selskabsretlige regler, er der ingen automatik i forhold til de skatteretlige regler. Uanset om der er tale om et dansk eller et udenlandsk investeringsinstitut, skal der foretages en konkret kvalifikation af investeringsinstituttet efter de danske skatteregler. For en nærmere beskrivelse af de forskellige skatteretlige kvalifikationer af investeringsinstitutter kan der henvises til kapitel 6.

Dette betyder dog ikke, at de selskabsretlige regler er helt uden betydning i forhold til en analyse af investeringsinstitutterne og deres investorer. En gennemgang af danske selskabsretlige regler kan således tjene som illustration af investeringsinstitutters organisering og struktur.

Overordnet kan europæiske investeringsinstitutter selskabsretligt opdeles i følgende to grupper:

- Investeringsinstitutter omfattet af UCITS-direktivet¹⁸
- Investeringsinstitutter omfattet af FAIF-direktivet¹⁹

¹⁸ Direktiv 2009/65/EC.

¹⁹ Direktiv 2011/61/EU.

UCITS-direktivet regulerer investeringsinstitutter baseret på regler om investorbeskyttelse. Betegnelsen UCITS er en forkortelse af den engelske betegnelse for kollektiv investering med henblik på investering i værdipapirer, *Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*.

FAIF-direktivet regulerer blandt andet investeringsforvaltningsselskaber, der forvalter kollektive investeringsordninger, som ikke er underlagt UCITS-direktivet. FAIF står for Forvaltere af Alternative Investeringsfonde.

I Danmark er UCITS-direktivet implementeret i lov om investeringsforeninger (LIF)²⁰. Karakteristisk for UCITS-investeringsinstitutter er, at disse modtager midler fra en videre kreds af investorer eller fra offentligheden og placerer disse midler i finansielle aktiver ud fra et princip om risikospredning. En UCITS markedsfører sig typisk mod detailinvestorer. En UCITS skal efter anmodning indløse medlemmernes andele med midler fra instituttets formue. I Danmark kan investeringsinstitutter omfattet af lov om investeringsforeninger være organiseret som:

- Investeringsforeninger
- SIKAV'er
- Værdipapirfonde

Danske UCITS vil altid være underlagt LIF. Da UCITS-direktivet er implementeret gennem LIF, vil danske UCITS som udgangspunkt tilsvarende være omfattet af UCITS-direktivet.

En investeringsforening er en forening, der baserer sig på foreningsretlige regler. Den enkelte investor er medlem af foreningen.

SIKAV er en forkortelse for *selskaber for investering med kapital, der er variabel*. En SIKAV minder om den traditionelle investeringsforening, men der er tale om et kapitalselskab. Til forskel fra almindelige aktieselskaber har en SIKAV større frihed i forhold til dens selskabskapital, der kan justeres i forhold til emission og indløsning. En SIKAV administreres altid af et investeringsforvaltningsselskab.

En værdipapirfond er en investeringsfond, der ligesom en SIKAV har variabel selskabskapital og altid administreres af et investeringsforvaltningsselskab. Modsat investeringsforeninger og SIKAV'er har værdipapirfonden hverken en generalforsamling eller bestyrelse. Investorerne har således ikke indflydelse på forvaltningen af værdipapirfonden.

Traditionelle danske investeringsforeninger, der markedsfører sig til almindelige investorer, er underlagt UCITS-direktivet. SIKAV'er og værdipapirfonde blev introduceret i Danmark i forbindelse med ændringen af lov om investeringsforeninger m.v. og lov om finansiell virksomhed²¹, der havde virkning fra 1. juli 2012. Der er i dag ikke oprettet hverken SIKAV'er eller værdipapirfonde i Danmark. Danske investorer har dog mulighed for at investere i udenlandske investeringsenheder, der svarer til de danske SIKAV'er og værdipapirfonde.

Med implementeringen af en ændring af UCITS-direktivet i lov om investeringsforeninger blev det muligt for investeringsinstitutter omfattet af lovgivningen at markedsføre sig på tværs af lande-

²⁰ Lov om investeringsforeninger, lovbekendtgørelse nr. 1051 af 25. august 2015

²¹ Lov nr. 557 af 18. juni 2012.

grænserne i EU/EØS på baggrund af et EU-pas udstedt til investeringsforvaltningsselskaberne. Således kan investeringsforvaltningsselskaber administrere investeringsinstitutter etableret i andre lande.

I Danmark er FAIF-direktivet implementeret ved lov om forvaltere af alternative investeringsfonde²². Ved en alternativ investeringsfond (AIF) forstås en kollektiv investeringsenhed, som rejser kapital fra en række investorer. En AIF er et investeringsinstitut, som ikke skal have tilladelse som en UCITS. En AIF kan i modsætning til en UCITS investere i de fleste former for aktiver og er ikke underlagt de samme begrænsninger som en UCITS. En AIF markedsfører sig typisk til professionelle investorer. En AIF er ofte struktureret som en kapitalfond (private equity fond), venturekapitalfond eller en hedgefond. En AIF kan i sine fondsbestemmelser mv. have forskellige bestemmelser om indløsningsrettigheder.

Da de forskellige typer af UCITS har flere organisatoriske fællestræk, behandles de i de følgende afsnit sammen. Afslutningsvist beskrives investeringsinstitutter omfattet af lov om forvaltere af alternative investeringsfonde.

4.3 Investeringsinstitutter omfattet af UCITS-direktivet

Karakteristisk for investeringsinstitutter omfattet af lov om investeringsforeninger er, at investeringsinstituttet modtager penge fra en større kreds af investorer og placerer pengene i en afdeling af investeringsinstituttet, som investorerne herefter får en forholdsmæssig ejerandel af, typisk i form af et investeringsbevis. Pengene i afdelingen investeres i forskellige finansielle aktiver efter et princip om risikospredning. Der er således regler for, hvilke finansielle aktiver samt virksomheder investeringsinstituttet må placere sine investeringer i, og der er øvre grænser for, hvor stor en andel af afdelingens formue der må investeres i et enkelt aktiv, jf. nedenfor.

Investeringsinstituttet (afdelingen) kan være akkumulerende, hvilket vil sige, at årets afkast af afdelingens investeringer ikke udloddes, men indestår i afdelingen og reinvesteres. Afkastet af afdelingens investeringer realiseres først, når investor sælger sit investeringsbevis.

Investeringsinstituttet (afdelingen) kan også være udloddende, hvilket vil sige, at årets afkast af investeringerne udbetales til investor året efter indtjeningsåret.

Afdelinger i investeringsinstitutter kan opdeles i andelsklasser. Investeringspolitikken i den enkelte andelsklasse skal grundlæggende være den samme som afdelingens, men opdelingen i andelsklasser giver mulighed for en vis differentiering, uden at det er nødvendigt at oprette forskellige afdelinger. Det overordnede kriterium for en differentiering er, at investorer i en andelsklasse ikke må tilgodeses på bekostning af investorer i en anden andelsklasse. Differentiering kan bl.a. ske ud fra udlodningsprofil (akkumulerende eller udloddende), typen af investorer, der markedsføres over for, valuta og omkostninger.

Andelsklasser kan endvidere varieres ved anvendelse af klassespecifikke aktiver. Sådanne aktiver kan fx være finansielle kontrakter eller en kontantbeholdning. Afdelingen er stadig den økonomiske enhed, også hvor der sker en opdeling i andelsklasser. Det er således afdelingen som sådan og dermed alle investorerne, der ejer alle aktiverne, og som hæfter for afdelingens forpligtelser. Afde-

²² Lov om forvaltere af alternative investeringsfonde, lov nr. 598 af 12. juni 2013.

lingens afkast fordeles mellem de oprettede andelsklasser på grundlag af andelsklassens andel af den samlede formue i afdelingen, idet afkast af et klassespecifikt aktiv, uanset at det principielt ejes af alle, dog alene henføres til den pågældende andelsklasse og dermed alene til investorerne i denne andelsklasse.

En dansk investeringsforening eller en afdeling heraf må ikke i et enkelt aktieselskab erhverve aktier med stemmeret, som giver den danske investeringsforening mulighed for at udøve betydelig indflydelse på aktieselskabet. Tilsvarende gælder sammen med andre danske UCITS med samme bestyrelse eller investeringsforvaltningselskab. En dansk investeringsforening eller en afdeling heraf kan dog efter omstændighederne eje mere end 10 pct. af kapitalen.

Investeringsforeninger (afdelinger) kan være unoterede såvel som børsnoterede. De fleste investeringsforeninger (afdelinger) er børsnoterede. Investorer i UCITS har ret til at få indløst deres investeringsbeviser til indre værdi minus indløsningsomkostninger med midler hidrørende fra afdelingens formue. Den indre værdi er kursværdien af afdelingens værdipapirer og kontantbeholdning mv. divideret med antallet af udstedte beviser. Ved at investere i en investeringsforening nyder investorerne således en vis grad af beskyttelse, i og med at de altid har ret til at lade sig indløse, samtidig med at de deler en del af de omkostninger, der er forbundet med at investere.

Nedenfor gennemgås karakteristika for de enkelte typer af investeringsinstitutter, der kan etableres i Danmark.

4.3.1 Investeringsforeninger

En investeringsforening er som udgangspunkt selvadministrerende og skal have en bestyrelse og en direktion. Bestyrelsen kan delegerere den daglige ledelse til et investeringsforvaltningselskab eller administrationsselskab (sidstnævnte er alene udtryk for, at investeringsforvaltningselskabet er hjemmehørende i en anden EU medlemsstat). De fleste investeringsforeninger har delegeret den daglige ledelse til et investeringsforvaltningselskab. Generalforsamlingen udgør den øverste myndighed.

Det er et krav, at investeringsforeninger organiseres med en eller flere afdelinger, som hver repræsenterer en bestemt investeringsstrategi, der er nærmere defineret i vedtægterne. Når en investor foretager en investering, bliver investoren indehaver af en andel af foreningens formue. Er foreningen opdelt i flere afdelinger, bliver investoren ejer af en andel af formuen tilhørende den afdeling, som investoren har valgt at investere i.

Investeringsforeninger skal have en mindsteformue på 10 mio. kr. i hver afdeling. Mens foreningen er den juridiske enhed, er afdelingerne i foreningen selvstændige økonomiske enheder. Den enkelte afdeling hæfter derfor kun for sine egne forpligtelser samt for sin andel af fællesomkostningerne. Såfremt det ikke er muligt retsligt at inddrive en afdelings del af fællesomkostningerne, hæfter de resterende afdelinger solidarisk. En investor i en afdeling hæfter ikke personligt for investeringsforeningens eller afdelingens forpligtelser, men hæfter alene med sin andel af formuen svarende til begrænset hæftelse, som det kendes fra selskabsretten. Det, at afdelingen er en økonomisk enhed, medfører, at det er afdelingen, der skal aflægge årsregnskab.

Som følge af sit ejerskab til en del af foreningens formue er investoren medlem af foreningen, med de rettigheder og pligter dette indebærer. For de typer af investeringsinstitutter, der er organiseret som foreninger, er udgangspunktet, at investorernes forhold delvist fastlægges med afsæt i almindelige foreningsretlige principper. Det følger endvidere af LIF, at alle investorer i foreningen har

samme rettigheder, for så vidt angår forhold, der vedrører samtlige medlemmer (fx muligheden for at deltage i valg af bestyrelsesmedlemmer mv.). Det bemærkes, at afdelingsspecifikke rettigheder kan fraviges bl.a. som følge af oprettelse af andelsklasser, udstedelse af andele uden ret til udbytte (ex kupon), og fastsættelse af regler om stemmeretsbegrænsning. De investorer, der har investeret i samme afdeling i foreningen, har som hovedregel ligeledes samme rettigheder, for så vidt angår forhold, som specifikt vedrører den enkelte afdeling (såsom ret til samme udbytteprocent, medbestemmelsesret dersom vedtægtsbestemmelser ændres, deltagelse i beslutninger vedrørende afdelingens fusion eller afvikling.).

En del investeringsbeviser handles mellem købere og sælgere, men efterspørges flere beviser, end der udbydes, foretager investeringsforeningen ofte en løbende emission dvs. udbyder flere andele af den pågældende afdeling. Er der modsat ikke efterspørgsel, og ønsker medlemmer at afhænde deres investeringsbeviser, indløses investeringsbeviserne af afdelingen. Likviditet til indløsning fremskaffes evt. ved at afhænde nogle af de aktiver, den pågældende afdeling ejer. Beregning af emissions- og indløsningspriser ved tegning og indløsning af andele i danske investeringsforeninger sker på baggrund af en af Finanstilsynet udstedt bekendtgørelse, der fastsætter nærmere regler om beregning af den indre værdi og opgørelsestidspunkter.

4.3.2 SIKAV'er

Ved en ændring af lov om investeringsforeninger m.v. og lov om finansiel virksomhed²³ blev det med virkning fra 1. juli 2012 muligt at etablere SIKAV'er i Danmark. SIKAV er en forkortelse for *selskaber for investering med kapital, der er variabel*, og en SIKAV er et selskab med en selskabskapital, der løbende kan forhøjes og nedsættes i forbindelse med emission og indløsning.

En SIKAV er et kapitalselskab, og investorenes forhold tager derfor udgangspunkt i kapitalselskabsretten. SIKAV'er organiseres i det væsentligste ligesom investeringsforeninger, for så vidt angår generalforsamling, bestyrelse, afdelinger, oprettelse af andelsklasser, hæftelse og investorenes indbyrdes forhold.

En SIKAV kan ikke være selvadministrerende, og det er derfor et krav, at SIKAV'ens bestyrelse udpeger et investeringsforvaltningsselskab eller et administrationsselskab²⁴. Det udpegede investeringsforvaltningsselskab skal varetage samtlige opgaver i relation til den daglige drift. Ligesom ved investeringsforeninger udgør generalforsamlingen den øverste myndighed. Eftersom en SIKAV administreres af et investeringsforvaltningsselskab, stilles der ikke krav til mindsteformue i en SIKAV eller dens afdelinger, hvilket skal ses i sammenhæng med, at investeringsforvaltningsselskabernes basiskapital bl.a. skal afspejle størrelsen af de administrerede investeringsinstitutter. Bestemmelser om emission, indløsning og omsætning af andele følger som udgangspunkt reglerne for investeringsforeningsandele.

4.3.3 Værdipapirfonde

Samtidig med at der indførtes regler om etablering af SIKAV'er, *jf. afsnit 4.3.2.*, blev det tilsvarende muligt at etablere værdipapirfonde i Danmark. Reguleringen af værdipapirfonde er som udgangspunkt indrettet på samme måde som reguleringen af SIKAV'er og investeringsforeninger for så vidt angår opdelingen i afdelinger og andelsklasser. Modsat SIKAV'er og investeringsforeninger har

²³ Lov nr. 557 af 18. juni 2012.

²⁴ Et investeringsforvaltningsselskab er et selskab, som har tilladelse som investeringsforvaltningsselskab efter lov om finansiel virksomhed. Et administrationsselskab er et selskab, som kan administrere UCITS med hjemsted i et andet EU eller EØS-land.

værdipapirfonde dog ingen selskabsretlige organer som fx generalforsamling eller bestyrelse. Værdipapirfonde er derfor selskabsretligt mere enkle at oprette og nedlægge igen. Da de ikke har selskabsretlige organer, skal værdipapirfonde administreres af et investeringsforvaltningsselskab eller af et administrationsselskab. Værdipapirfonde stiftes af et investeringsforvaltningsselskab.

Da værdipapirfondes investorer ikke er repræsenterede på en generalforsamling, har de ikke samme forvaltningsmæssige rettigheder som investorer i SIKAV'er og investeringsforeninger. Princippet om, at investorer skal have ens rettigheder, er det samme. Tilsvarende hæfter investorerne også begrænset for værdipapirfondens og afdelingens forpligtelser.

Hæftelsen i værdipapirfonde afviger på andre punkter fra hæftelsesformen i investeringsforeninger og SIKAV'er. Værdipapirfonde kan ikke disponere på egen hånd, indgå retshandler eller påtage sig forpligtelser. I det omfang, der lovgivningsmæssigt pålægges værdipapirfonde pligter, påhviler pligterne investeringsforvaltningsselskabet (eller administrationsselskabet). Imidlertid hæfter investeringsforvaltningsselskabet ikke. Det gør værdipapirfonden eller en af dens afdelinger. Det skal hertil bemærkes, at selvom værdipapirfonden ikke selvstændigt kan indgå retshandler, er den, ligesom SIKAV'er og investeringsforeninger, bundet med hensyn til fondens investeringspolitik og kan således blive forpligtet af kontrakter i relation hertil.

Bestemmelser om emission, indløsning og omsætning af andele følger som udgangspunkt reglerne for investeringsforeningsandele, dvs. at investeringsforvaltningsselskabet løbende kan udstede nye andele. Investeringsforvaltningsselskabet er i denne forbindelse forpligtet til at varetage investorernes interesser, herunder vurdere hvornår fonden skal være åben for emission. Værdipapirfonde udgør en økonomisk enhed og skal på tilsvarende vis som afdelinger i investeringsforeninger og SIKAV'er aflægge årsregnskab, dog sådan at årsrapporten bliver omfattet af investeringsforvaltningsselskabets årsrapport, når værdipapirfonden bliver administreret her i landet. Ligesom i en SIKAV stilles der ikke krav om en mindsteformue i en værdipapirfond eller dens respektive afdelinger.

Særligt i relation til værdipapirfonde kan der supplerende henvises til analysens kapitel 11, hvor der med udgangspunkt i værdipapirfondens særlige selskabsretlige status foretages en vurdering af den skattemæssige kvalifikation af værdipapirfonde. Dette sker bl.a. på baggrund af et notat udarbejdet af Kammeradvokaten, som vedlægges som bilag 1 til analysen.

4.3.4 Skematisk oversigt

Af tabel 4.1. fremgår de centrale karakteristika for investeringsforeninger, SIKAV'er og værdipapirfonde. Som illustreret er investeringsforeninger og SIKAV'er i det væsentligste organisatorisk ensartede, mens værdipapirfonde har en markant anderledes struktur.

Tabel 4.1. Oversigt over de danske selskabsretlige regler

	Investeringsforening	SIKAV	Værdipapirfond
Tilladelse og registreringspligt	Krav om tilladelse og registrering		Krav om tilladelse
Ledelse	Selvadministrerende med bestyrelse og direktion. Bestyrelsen kan delegerede daglig ledelse til et investeringsforvaltningsselskab eller administrations-selskab.	Kan ikke være selvadministrerende. Bestyrelse udpeger et investeringsforvaltningsselskab eller administrations-selskab til at varetage den daglige drift.	Oprettes og administreres af et investeringsforvaltningsselskab eller et administrations-selskab.
Øverste myndighed	Generalforsamling.		Bestyrelsen i investeringsforvaltningsselskabet eller administrations-selskab.
Regulering af investorerne inter partes	Foreningsretlige principper.	Kapitalselskabsretten.	Fondsbestemmelser.
Aftalegrundlag	Vedtægter.		Fondsbestemmelser.
Opdeling i afdeling	Krav om organisering i en eller flere afdelinger. Hver afdeling udgør en selvstændig økonomisk enhed.		
Opdeling i andelsklasser	Mulighed.		
Ejerforhold	Investor ejer en andel af afdelingens formue.	Investor ejer en andel af den afdeling, investor har investeret i.	Investor ejer en andel af den afdeling, investor har investeret i.
Investorrettigheder	Investorerne har som udgangspunkt samme rettigheder.		
Hæftelsesforhold	Hver afdeling hæfter for egne forpligtelser samt andel af fællesomkostninger. Hvis det ikke er muligt retsligt at inddrive fællesomkostninger, hæfter de andre afdelinger solidarisk. Investor hæfter med sin andel af formuen, svarende til begrænset hæftelse.		Pålægges værdipapirfonden lovgivningsmæssige pligter, påhviler pligterne investeringsforvaltningsselskabet eller administrations-selskabet. Imidlertid hæfter investeringsforvaltningsselskabet eller administrations-selskabet ikke, og det er derfor værdipapirfonden, der ultimativt hæfter for opfyldelse af forpligtelserne i økonomisk henseende.
Krav om mindsteformue	10 mio. kr. i hver afdeling.	Nej.	Nej.
Emission og indløsning	Investor skal indløses på forlangende. Løbende emission.		

4.4 Alternative investeringsfonde omfattet af FAIF-direktivet

Lov om forvaltere af alternative investeringsfonde, der implementerer FAIF-direktivet, trådte i kraft i juli 2013 og omfatter typisk kapitalfonde (private equity fonde), venturekapitalfonde og hedgefonde. Kommanditselskaber fx i form af ejendomsselskaber eller vindmølleparker kan også være omfattede af loven, ligesom enheder med eksponering mod råvarer og energi er typiske eksempler. Specialforeninger, hedgeforeninger, godkendte fåmandsforeninger, professionelle foreninger og ikke-godkendte fåmandsforeninger, der tidligere var reguleret af lov om investeringsforeninger, skulle i forbindelse med ikrafttrædelsen af loven skifte status til kapitalforeninger for herved at blive omfattet af lov om forvaltere af alternative investeringsfonde. En kapitalforening er en alternativ investeringsfond, der er stiftet som en forening med en eller flere investorer, og som forvaltes af et udpeget administrationselskab. En kapitalforening skal have en foreningskapital, der kan variere efter de vilkår, der er fastsat i kapitalforeningens vedtægter. Inddeling i afdelinger, eventuel opdeling i andelsklasser samt investorernes hæftelsesforhold og rettigheder er ligestillede med de krav, der gælder for investeringsforeninger.

Hvor UCITS-direktivet regulerer selve investeringsenhederne (investeringsforeninger, SIKAV'er og værdipapirfonde), regulerer FAIF-direktivet forvalterne af investeringsenhederne (dvs. forvaltere af kapitalfonde, venturekapitalfonde, hedgefonde, kapitalforeninger m.m.). Lov om forvaltere af alternative investeringsfonde stiller således krav til forvalterne om, hvordan alternative investeringsfonde skal indrettes og drives, men stiller ikke som sådan krav til selve de alternative investeringsfonde.

Lov om forvaltere af alternative investeringsfonde finder anvendelse på forvaltere, der administrerer alternative investeringsfonde, når den samlede formue af de forvaltede fonde overstiger 100 mio. euro eller 500 mio. euro, hvis ingen af de fonde, som forvalteren forvalter, anvender gearing, og hvis ingen investorer har ret til at blive indløst i en periode på 5 år. Mødes eller overstiges disse tærskelværdier, skal forvalterne have tilladelse fra Finanstilsynet, mens det alene er nødvendigt at foretage registrering og iagttage enkelte af lovens bestemmelser, hvis forvalteren administrerer en formue under de angivne værdier.

I lov om forvaltere af alternative investeringsfonde defineres en alternativ investeringsfond baseret på organisationsmåden og investeringspolitikken. Hvilke aktiver, der investeres i, og hvilken juridisk form fonden har, er derfor ikke afgørende for, om en enhed anses for en alternativ investeringsfond. Definitionen af en alternativ investeringsfond vil derfor som hovedregel kunne opsamle de investeringsenheder, der ikke er omfattet af UCITS-direktivet.

Ved en alternativ investeringsfond forstås således en kollektiv investeringsenhed, som rejser kapital fra en række investorer med henblik på at investere den i overensstemmelse med en nærmere defineret investeringspolitik. Det er i den forbindelse væsentligt at være opmærksom på, at der med udtrykket "en række investorer" menes investeringsenheder med mere end en investor. Når Finanstilsynet foretager en vurdering af, hvorvidt der er tale om en alternativ investeringsfond, gennemgås typisk enhedens regnskaber, vedtægter, kontrakter og aftaler med tredjemand, prospekt, udbuds- og markedsføringsmateriale.

4.4.1 Typiske alternative investeringsfonde

Typiske alternative investeringsfonde er hedgefonde, kapitalforeninger og kapitalfonde. Sidstnævnte betegnelse dækker i praksis over private equity fonde og venturekapitalfonde. Fælles for de alternative investeringsfonde er, at de som regel benytter mere avancerede og komplekse investeringsstrategier end traditionelle investeringsforeninger og ikke er underlagt de samme begrænsninger.

ger i forhold til, hvad de kan investere i. Alternative investeringsfonde henvender sig primært til de mere sofistikerede og velhavende investorer, herunder institutionelle investorer.

En kapitalforening er som nævnt en alternativ investeringsfond, der er stiftet som en forening med en eller flere investorer, og som forvaltes af et udpeget administrationsselskab. Kapitalfonde og hedgefonde er ofte strukturerede som partnerskaber og er i Danmark typisk organiseret som skattetransparente kommanditselskaber. Fonde struktureret som et kommanditselskab har derfor som udgangspunkt ikke relevans for nærværende analyse. Det bemærkes, at de nævnte fonde alene er eksempler, og at fondene i praksis afviger fra hinanden i både organisationsform og investeringsstrategi.

5. Beskatning af investorer ved direkte investering

5.1 Indledning

Dette kapitel har til formål at beskrive de danske skatteregler, der gælder for danske og udenlandske personer og selskaber, der investerer direkte i børsnoterede værdipapirer.

Et af kriterierne i analysen er, at reglerne er neutrale i forhold til valg af investeringsform, og dermed også uanset om der investeres direkte eller indirekte via et investeringsinstitut, jf. *kapitel 3*.

Ved direkte investering i børsnoterede værdipapirer er beskatning af personer og selskaber forskellig.

Hvis investor er en dansk skattepligtig person, kan beskatning af kapitalafkastet ske som enten kapitalindkomst eller aktieindkomst. Beskatningsprocenten afhænger af størrelsen af personens samlede kapitalafkast og i nogle tilfælde også af investors øvrige økonomiske forhold.

Som udgangspunkt realisationsbeskattes personer, hvilket vil sige, at gevinst og tab på værdipapirer først medregnes i den skattepligtige indkomst ved salg. Finansielle kontrakter beskattes dog altid efter lagerprincippet, dvs. at der sker en løbende beskatning på basis af værdien.

Hvis en dansk person har tab på børsnoterede aktier eller på finansielle kontrakter, er tabet kildeartsbegrænset. Det vil sige, at tabet kun kan fradrages i indkomst fra samme kilder, hvorfor der ikke altid vil være adgang til inden for året at modregne tab og gevinster. Tabet vil dog kunne fremføres til senere år. Tab på børsnoterede obligationer er ikke kildeartsbegrænset.

Hvis investor er et selskab, beskattes afkast som almindelig selskabsindkomst, og gevinst og tab opgøres efter lagerprincippet.

Når der er tale om udenlandske investorer, der investerer i danske værdipapirer, er investorerne skattepligtige til Danmark af udbytte fra danske aktier. Udenlandske investorer er som udgangspunkt ikke herudover skattepligtige til Danmark, når de investerer i danske værdipapirer.

5.2 Centrale begreber ved direkte investering

Som beskrevet i kapitel 2 anvendes der i analysen seks kriterier i forhold til at vurdere regelsættet og mulige ændringer heraf. Et af kriterierne er neutralitet i forhold til direkte investering i stedet for investering via et investeringsinstitut. Neutralitet mellem direkte og indirekte investeringsformer vil således kunne sikre, at investor vælger sin investeringsform uden hensyn til skatten. På den baggrund beskrives i det følgende de regler, der gælder ved direkte investering, og som skal sammenholdes med de regler, der gælder ved investering via et investeringsinstitut. Reglerne for investering via et investeringsinstitut gennemgås i kapitel 6.

Investor i et investeringsinstitut kan enten være en person eller et selskab.

Udgangspunktet for denne analyse er reglerne for personers investeringer via investeringsinstitutter, men reglerne for selskabers investeringer gennemgås også, ligesom pensionsbeskatningen kort berøres, da også pensionskasser kan investere via investeringsinstitutter. Herudover kan investor være udenlandsk, hvorfor beskatningsreglerne for udenlandske selskaber og personers investeringer i Danmark ligeledes gennemgås.

De underliggende papirer kan både være aktier, obligationer og finansielle kontrakter. Derfor beskrives reglerne i forhold til disse typer af investeringer. Der tages udgangspunkt i reglerne for børsnoterede papirer.

I forhold til beskatningen af værdipapirer er der flere generelle forhold, man bør være opmærksom på:

For det første er det afgørende, hvilken type indkomst afkast af værdipapiret anses for. I Danmark sker beskatningen af kapitalafkast således for personer enten som kapitalindkomst eller som aktieindkomst, og satsene for beskatningen varierer afhængig af investors konkrete forhold, *jf. afsnit 5.3*.

For det andet er der forskel på, hvornår beskatningen sker. Beskatningen kan enten ske løbende eller ved først ved salg af værdipapiret, *jf. afsnit 5.4*.

Endelig bør man være opmærksom på, hvorledes avancen ved et salg opgøres, idet der ved opgørelsen af avancen ved salg af aktier lægges vægt på, om aktionæren har flere aktier i samme selskab, *jf. afsnit 5.5*.

5.3 Kapitalindkomst/aktieindkomst

Hvis investor er et selskab, beskattes afkastet som almindelig selskabsindkomst.

Hvis investor er en person, er der tale om mere komplekse regler. Afkast af værdipapirer vil således enten kunne blive beskattet som kapitalindkomst eller som aktieindkomst. Dette medfører, at beskatningsprocenterne kan variere alt afhængig af investors konkrete forhold.

For kapitalindkomstens vedkommende er der fire trin for marginals-katten:

- Et trin for stor negativ nettokapitalindkomst
- Et trin for mindre negativ nettokapitalindkomst
- Et trin for positiv nettokapitalindkomst, hvoraf der ikke betales topskat
- Et trin for positiv nettokapitalindkomst, hvoraf der betales topskat

I beskatningsgrundlagene for bund- og topskatten medregnes positiv nettokapitalindkomst, mens der ikke gives fradrag for negativ nettokapitalindkomst. Ved opgørelsen af topskattegrundlaget medregnes dog alene positiv nettokapitalindkomst, der overstiger et bundfradrag på 41.400 kr. (82.800 kr. for ægtepar) (2015-niveau).

For skatteydere med negativ nettokapitalindkomst er marginals-kattesatsen 32,9 pct. i en gennemsnitskommune (ekskl. kirkeskat), hvis den negative nettokapitalindkomst udgør mindre end 50.000 kr. (100.000 kr. for ægtepar). For skatteydere med negativ nettokapitalindkomst over 50.000 kr. (100.000 kr. for ægtepar) er skattesatsen i en gennemsnitskommune 28,9 pct. i 2015 faldende med 1 pct.-point årligt til 24,9 pct. i 2019 (ekskl. kirkeskat).

For bundskatteydere med positiv nettokapitalindkomst – og for topskatteydere med positiv nettokapitalindkomst under bundgrænsen på 41.400 kr. (det dobbelte for ægtepar) – er marginals-katten i 2015 på 37,0 pct. i en gennemsnitskommune (ekskl. kirkeskat). Den højeste marginals-kattesats for positiv nettokapitalindkomst udgør 42 pct. (ekskl. kirkeskat), idet der gælder et særligt skatte-loft for positiv nettokapitalindkomst på 42,0 pct. fra 2014.

Hvis der er tale om aktieindkomst for en person, vil aktieindkomst op til 49.900 kr. (2015-niveau) blive beskattet med 27 pct. Aktieindkomst på 49.900 kr. og derover beskattes med 42 pct. Aktieindkomst beskattes særskilt fra den almindelige personlige indkomst og kapitalindkomst. Der kan ske overførsel af udnyttet bundfradrag mellem ægtefæller, således at bundfradrag for ægtefæller udgør 99.800 kr. (2015-niveau).

Ved en beskatning som aktieindkomst tages i et vist omfang højde for, at der er sket en beskatning i det underliggende selskab inden udlodning af udbytte. Beskatningsprocenten for aktieindkomst er således fastsat ud fra, at det for en hovedaktionær med eget selskab er nogenlunde ligegyldigt, om overskuddet i selskabet tages ud som udbytte eller løn, idet det er tilstræbt, at skatten bliver nogenlunde den samme.

Tab på børsnoterede aktier er kildeartsbegrænset, dvs. at tabet kun kan modregnes i gevinster og udbytter af samme art, *jf. nærmere nedenfor*. Det bemærkes, at der for unoterede aktier gælder særlige regler, herunder at skatteværdien af negativ aktieindkomst kan fradrages i personens slutskat, og man taler derfor ikke om kildeartsbegrænsning i forhold til unoterede aktier.

I boks 5.1 vises satser og beløbsgrænser for aktie- og kapitalindkomst.

Boks 5.1. Satser og beløbsgrænser ved beskattning af aktie- og kapitalindkomst, 2015.

		Sats (Pct.)
Aktieindkomst	Aktieindkomst > 49.900 kr.	42
	Aktieindkomst ≤ 49.900 kr.	27
Kapitalindkomst	Positiv nettokapitalindkomst > 41.400 kr. og personlig indkomst over topskattegrænsen	42
	Positiv nettokapitalindkomst ≤ 41.400 kr.	37
	Positiv nettokapitalindkomst, under grænsen for personfradrag.	0
	Negativ nettokapitalindkomst ≤ 50.000 kr.	32,9
	Negativ nettokapitalindkomst > 50.000 kr.	28,9

Anm.: Alle marginalsatser er i en gennemsnitskommune ekskl. kirkeskat (0,71 pct. i 2015). Skattesatsen for negativ nettokapitalindkomst ud over 50.000 kr. nedsættes med 1 pct.-point årligt til og med indkomståret 2019, jf. *Forårspakke 2.0*.

Kilde: <http://www.skm.dk/skattetal/statistik/tidsserieoversigter/marginalskatteprocenter-1993-og-1998-2015/>

For en nærmere beskrivelse af effekten af de gældende satser kan der henvises til kapitel 7.

5.4 Realisationsprincip/lagerprincip

Gevinst og tab på aktier beskattes enten ved anvendelse af realisationsprincippet eller lagerprincippet, jf. *boks 5.2*, som er de grundlæggende principper i de danske skatteregler for opgørelse af kapitalgevinster på værdipapirer. Realisationsprincippet anvendes fx ved personers direkte investeringer i aktier. Lagerprincippet anvendes fx ved selskabsinvestorerens investeringer i børsnoterede aktier og obligationer.

Boks 5.2. Oversigt over realisations og lagerprincippet

Realisationsprincippet	Lagerprincippet
Ved realisationsprincippet skal gevinst og tab medregnes i den skattepligtige indkomst i det indkomstår, hvori gevinsten eller tabet realiseres. Gevinst og tab opgøres som forskellen mellem anskaffelsessummen og afståelsessummen.	Efter lagerprincippet opgøres gevinst eller tab som forskellen mellem værdien af aktivet ved indkomstårets udløb og værdien ved indkomstårets begyndelse. Er aktivet anskaffet i indkomståret, opgøres gevinst eller tab som forskellen mellem værdien ved indkomstårets udløb og aktivets anskaffelsessum. Er aktivet realiseret i indkomståret, opgøres gevinst og tab som forskellen mellem aktivets afståelsessum og aktivets værdi ved indkomstårets begyndelse.

For en nærmere beskrivelse af effekten af de to opgørelsesprincipper kan der henvises til kapitel 7.

5.5 Aktie-for-aktie-metoden/gennemsnitsmetoden

Normalt vil gevinst og tab på et aktiv blive opgjort på grundlag af forskellen mellem anskaffelsessummen og afståelsessummen for det konkrete aktiv. Dette kaldes i relation til aktier for aktie-for-aktie-metoden. Metoden er dog ikke tilstrækkelig, hvis investor ejer flere aktiver af den samme type,

fx flere obligationer inden for samme serie eller flere aktier i samme selskab. I disse situationer kan det være vanskeligt at afgøre, hvilken obligation der konkret sælges. Ofte vil der derfor som et supplement til aktie-for-aktie-metoden være regler, der fastsætter, at det er den først købte obligation eller aktie, der må anses for solgt først – det såkaldte FIFO-princip, *jf. boks 5.3*.

For så vidt angår aktier gør det særlige sig gældende, at udstedelse af nye aktier i selskabet kan påvirke værdien af de eksisterende aktier. Hvis opgørelsen herefter sker på grundlag af anskaffelses- og afståelsessummerne for en konkret aktie, er der mulighed for at konstruere skattef tekniske tab. Gevinst og tab på aktier skal derfor normalt ikke opgøres efter aktie-for-aktie-metoden, men efter den såkaldte gennemsnitsmetode, *jf. boks 5.3*.

Opgørelsesmetoderne har ingen betydning, når lagerprincippet anvendes, idet gevinst og tab i disse tilfælde opgøres løbende ud fra udviklingen i værdipapirets handelsværdi.

Boks 5.3. Oversigt gennemsnitsmetoden og aktie-for-aktie-metoden

Gennemsnitsmetoden

Gennemsnitsmetoden betyder, at gevinst og tab opgøres på grundlag af den gennemsnitlige anskaffelsessum for aktionærens samlede beholdning af aktier i det pågældende selskab, og ikke på grundlag af anskaffelsessummen for den enkelte aktie. Gevinst og tab opgøres som forskellen mellem afståelsessummen og den gennemsnitlige anskaffelsessum. Ved anvendelse af gennemsnitsmetoden skal der under ét beregnes en gennemsnitlig anskaffelsessum for både aktier mv. og konvertible obligationer, der er udstedt af samme selskab.

Aktie-for-aktie-metoden

Aktie-for-aktie-metoden (eller obligation-for-obligation-metoden) betyder, at det er den faktiske anskaffelsessum og det faktiske anskaffelsestidspunkt for den enkelte aktie, som lægges til grund ved opgørelsen af gevinst og tab, dog således at FIFO-princippet finder anvendelse, hvorefter de først erhvervede aktier anses for de først afståede (FIFO-princippet gælder kun for aktier i samme selskab og for aktier med samme rettigheder). Hvis den ældste aktie har større pålydende værdi end den faktisk afståede aktie, opgøres anskaffelsessummen som en forholdsmæssig del af den samlede anskaffelsessum for de ældste aktier.

Investor i et investeringsinstitut kan være en person eller et selskab. I det følgende gennemgås først skattereglerne ved personers direkte investeringer i de typer af værdipapirer, som der oftest kan investeres i via investeringsinstitutter. Der kan både være tale om danske og udenlandske investorer, der investerer i danske papirer. Danske investorer kan herudover investere i udenlandske papirer. Herefter gennemgås tilsvarende skattereglerne ved selskabers direkte investeringer, og afslutningsvis nævnes pensionsbeskattningen kort.

5.6 Investor er en person

I forhold til personers direkte investeringer vil det primært være relevant at se på beskattningen af børsnoterede aktier, obligationer og finansielle kontrakter, idet det vil være denne type af værdipapirer, der af den almindelige investor investeres i via investeringsinstitutter.

5.6.1 Børsnoterede aktier

Personer, der er fuldt skattepligtige til Danmark, er skattepligtige af gevinst og tab på børsnoterede aktier. Det gælder, uanset om der er tale om danske eller udenlandske børsnoterede aktier. Der vil også være skattepligt af modtagne udbytter.

For personer, der er skattepligtige til Danmark, og som ikke har som erhverv at handle med aktier, skal udbytte, gevinst og tab beskattes som aktieindkomst og efter realisationsprincippet. Hvis personen har flere aktier i samme selskab, finder gennemsnitsmetoden anvendelse ved opgørelsen af gevinsten eller tabet.

Det er en betingelse for tabsfradrag på børsnoterede aktier, at SKAT har modtaget oplysning om erhvervelse af aktien. Tab ved salg af børsnoterede aktier er kildeartsbegrænset. Tab kan således kun modregnes i aktieindkomst fra børsnoterede aktier (både udbytter og gevinster).

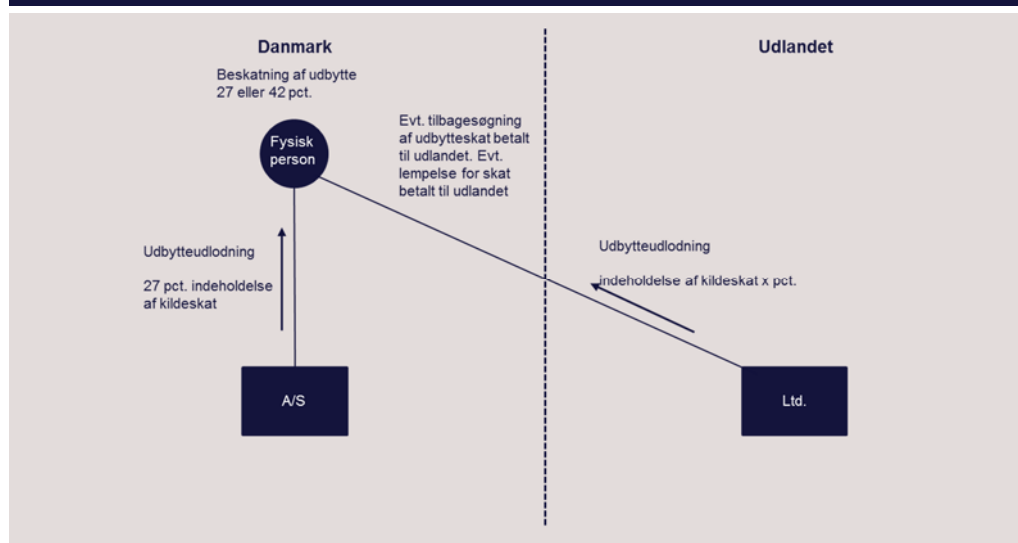
Hvis tabet overstiger aktieindkomsten fra andre børsnoterede aktier, kan det overskydende tab trækkes fra i en eventuel ægtefælles tilsvarende aktieudbytter og -gevinster opgjort efter fradrag for denne ægtefælles eventuelle tab. Er der herefter et overskydende tab, kan det trækkes fra i de efterfølgende indkomstår i aktieindkomst vedrørende børsnoterede aktier.

Hvis der modtages udbytte fra en dansk aktie, vil der være indeholdt dansk kildeskat på 27 pct. svarende til beskatningsprocenten for aktieindkomst under progressionsgrænsen.

Hvis der er tale om en udenlandsk aktie, vil der oftest være indeholdt kildeskat i udlandet af udbyttet.

Såfremt der sker udveksling af oplysninger mellem Danmark og den fremmede stat via en dobbeltbeskatningsoverenskomst eller anden aftale, vil det fremgå af denne overenskomst eller aftale, hvilken skattesats et land er berettiget til at beskatte udbytte med. Hvis der er indeholdt mere i kildeskat end den sats, der fremgår af den konkrete dobbeltbeskatningsoverenskomst eller aftale, vil personen kunne tilbagesøge den for meget betalte skat hos myndighederne i det pågældende land. Ved den danske skatteberegning kan personen opnå lempelse (credit) for den kildeskat, der er betalt i udlandet, dog maksimalt svarende til den danske skat af udbyttet. Der kan dog højst gives lempelse på grundlag af den skat, udlandet må indeholde efter en dobbeltbeskatningsoverenskomst eller anden aftale. Det vil sige, at hvis en person ikke tilbagesøger udbytteskat, kan personen ikke få lempelse for den udbytteskat, som personen kunne have tilbagesøgt. Lempelsen indebærer, at den danske skat nedsættes med det mindste beløb af enten den udenlandske skat eller den danske skat på det udenlandske udbytte. Beskatning af udbytte for en dansk person er illustreret i boks 5.4.

Boks 5.4. Beskatning af udbytte for en dansk person



I medfør af de dobbeltbeskatningsoverenskomster, der er indgået mellem Danmark og en fremmed stat, er beskattningen af udbytte typisk fastsat til 15 pct. Udbyttedtageren vil i sådanne tilfælde kunne tilbagesøge den for meget indeholdte skat. Udbyttet indgår herefter i dansk beskattning. Udbyttedtageren vil normalt kunne få lempelse for den i udlandet betalte skat.

Udenlandske personer er begrænset skattepligtige til Danmark af udbytte fra danske aktier. Begrænset skattepligt er en betegnelse for den skattepligt, som ikke fuldt skattepligtige udlændinge er pålagt af visse indkomster optjent i Danmark, herunder udbytte fra danske selskaber. Ved et dansk selskabs udlodning af udbytte har selskabet som udgangspunkt pligt til at indeholde en kildeskat på 27 pct. ved udlodning af udbytte til udenlandske personer.

I medfør af kildeskattelovens § 2, stk. 6, udgør beskattningen dog 15 pct., såfremt der sker udveksling af oplysninger mellem Danmark og den fremmede stat via en dobbeltbeskatningsoverenskomst eller anden aftale. Dobbeltbeskatningsoverenskomster med investorens hjemland kan desuden medføre, at udbytteskatten skal sættes yderligere ned. Den udenlandske investor vil kunne foretage en tilbagesøgning af det overskydende beløb hos de danske skattemyndigheder.

Det er en betingelse for at anvende den lavere sats, at den udenlandske udbyttedtager er den retmæssige ejer af udbyttet, dvs. at den retmæssige ejer af udbyttet skal være hjemmehørende og fuldt skattepligtig i aftalestaten.

For personer hjemmehørende i lande, hvor Danmark ikke har en dobbeltbeskatningsoverenskomst eller udveksler oplysninger, vil den indeholdte kildeskat på 27 pct. være den endelige skat. Dette vil også være procentsatsen i de situationer, hvor det ikke dokumenteres, hvem der konkret er den retmæssige ejer af udbyttet.

Udenlandske personer er ikke skattepligtige til Danmark af gevinst og tab på danske aktier. Der er således ikke begrænset skattepligt af gevinst på danske aktier.

5.6.2 Børsnoterede obligationer

Personer, der er fuldt skattepligtige til Danmark, er skattepligtige af gevinst og har fradrag for tab på børsnoterede obligationer. Det gælder, uanset om der er tale om danske eller udenlandske børsnoterede obligationer. Gevinst og tab medregnes til den skattepligtige indkomst, hvis årets nettogevinst eller nettotab, sammenlagt med visse andre nettogevinster og nettotab, overstiger en bagatelgrænse på 2.000 kr.

Gevinst og tab opgøres efter realisationsprincippet og indgår i kapitalindkomsten, dvs. at et tab ikke er kildeartsbegrænset, men kan fradrages i anden indkomst. FIFO-metoden finder anvendelse. Lagerprincippet kan vælges til, såfremt valget træffes for hele personens beholdning af børsnoterede obligationer.

Personer er skattepligtige af renter af obligationer herunder af renter modtaget på grundlag af udenlandske obligationer. Tilsvarende er der fradrag for renteudgifter. Renteindtægter og -udgifter medregnes for personer, der er skattepligtige i Danmark, til kapitalindkomsten.

Udenlandske personer er ikke skattepligtige til Danmark af gevinst og tab på børsnoterede obligationer. Der er således ikke begrænset skattepligt af gevinst på danske obligationer. For udenlandske personer er der heller ikke begrænset skattepligt af renter modtaget på grundlag af danske obligationer.

5.6.3 Finansielle kontrakter

Personer, der er fuldt skattepligtige til Danmark, er skattepligtige af gevinst og tab på finansielle kontrakter. Det gælder, uanset om der er tale om danske eller udenlandske finansielle kontrakter. Gevinst og tab indgår i kapitalindkomsten. Til forskel for beskattningen af obligationer og aktier, hvor det er realisationsprincippet, der anvendes, sker opgørelsen af gevinst og tab på finansielle kontrakter efter lagerprincippet, dvs. at beskattningen sker løbende på basis af værdien af den finansielle kontrakt.

Adgangen til fradrag for tab er kildeartsbegrænset. Det betyder, at tab kun kan fradrages i det omfang tabet kan rummes i årets gevinst eller tidligere indkomstårs beskattede nettogevinster på finansielle kontrakter. Der ses dog bort fra nettogevinster i indkomstår før 2002. Tab, der herefter ikke kan fradrages, kan fremføres til fradrag i et senere indkomstår.

Tab på aktiebaserede kontrakter kan modregnes i nettogevinster på børsnoterede aktier, såfremt kontrakten udelukkende indeholder ret eller pligt til at afstå eller erhverve aktier eller er baseret på et aktieindeks. For sidstnævnte er det endvidere et krav, at de underliggende aktier eller de aktier, der indgår i det indeks, som kontrakten er baseret på, er børsnoterede. I stedet for modregning i nettogevinster på børsnoterede aktier, kan den skattepligtige vælge at overføre tabet til fradrag hos en eventuel ægtefælle eller i et senere indkomstår. I efterfølgende indkomstår kan den skattepligtige igen vælge at fradrage tabet i gevinster på aktier, hvis tabet fortsat ikke kan fradrages i gevinster på kontrakter. Alternativt kan tabet igen fremføres til senere indkomstår.

Udenlandske personer er ikke skattepligtige i Danmark af gevinst på danske finansielle kontrakter. Der er således ikke begrænset skattepligt af gevinst på finansielle kontrakter.

5.7 Investor er et selskab

I forhold til aktier kan danske fuldt skattepligtige selskaber eje egne aktier, næringsaktier, datterselskabs- og koncernselskabsaktier, skattefri porteføljeaktier og skattepligtige porteføljeaktier. Rækkefølgen er prioriteret. Det betyder, at aktierne skal behandles efter de regler, der gælder for den først nævnte type, hvis aktierne er omfattet af flere typer.

I en sammenligning med investering via et investeringsinstitut vil det primært være relevant at se på direkte investeringer i porteføljeaktier, der er aktier, hvor selskabsaktionæren ejer mindre end 10 pct. af aktiekapitalen.

Det må desuden antages, at udgangspunktet vil være, at der investeres i børsnoterede porteføljeaktier, som vil være kvalificerede som skattepligtige porteføljeaktier. I det efterfølgende beskrives derfor kun skattereglerne for selskabers investeringer i skattepligtige porteføljeaktier.

Herudover kan selskaber investere i børsnoterede obligationer og finansielle kontrakter.

5.7.1 Skattepligtige porteføljeaktier

Aktier, der hverken er egne aktier, næringsaktier, datter- eller koncernselskabsaktier, eller skattefri porteføljeaktier, er skattepligtige porteføljeaktier. Typeeksemplet på en skattepligtig porteføljeaktie vil være en børsnoteret aktie, hvor selskabsinvestoren ejer mindre end 10 pct. af aktiekapitalen.

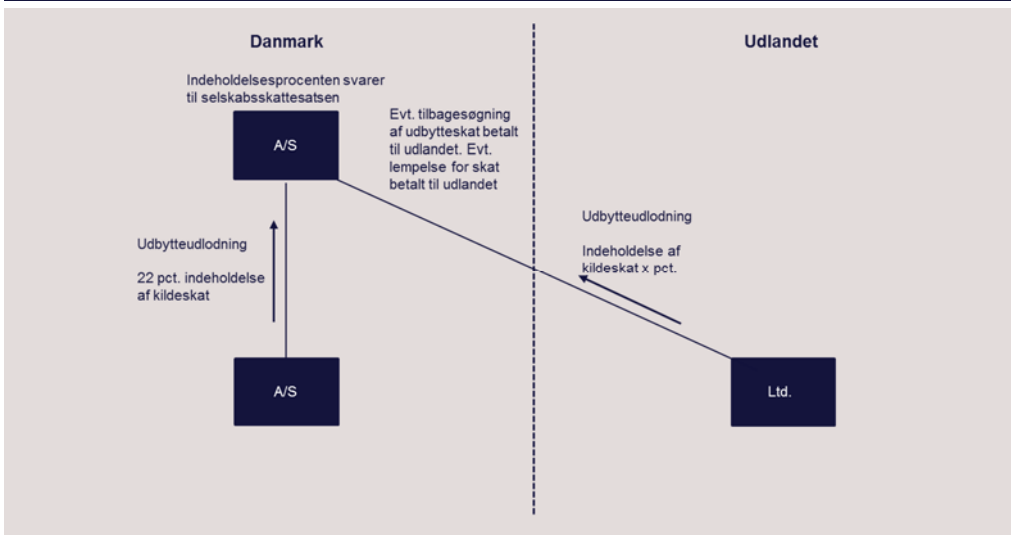
Selskabers gevinst og tab på skattepligtige porteføljeaktier medregnes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst uanset ejertid. Gevinsterne beskattes som almindelig selskabsindkomst, og gevinst og tab opgøres efter lagerprincippet. Tab på skattepligtige porteføljeaktier kan fradrages ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst og er ikke kildeartsbegrænsede. Tab kan dog kun fradrages, i det omfang tabet overstiger summen af udbytter, som selskabet i ejertiden har været fritaget for at medregne ved indkomstopgørelsen. Reglerne gælder, uanset om der er tale om skattepligtige porteføljeaktier i danske eller udenlandske selskaber.

Danske fuldt skattepligtige selskaber er skattepligtige af udbytte fra skattepligtige porteføljeaktier. Det gælder, uanset om der er tale om porteføljeaktier i danske eller udenlandske selskaber.

Ved udlodning af udbytte til selskaber, der er skattepligtige i Danmark, skal danske selskaber indeholde 22 pct. i kildeskat af udbyttet svarende til selskabsskattesatsen gældende fra og med indkomståret 2016.

Hvis der er tale om en udenlandsk aktie, vil der oftest være indeholdt kildeskat i udlandet af udbyttet. Såfremt der sker udveksling af oplysninger mellem Danmark og den fremmede stat via en dobbeltbeskatningsoverenskomst eller anden aftale, vil det fremgå af denne overenskomst eller aftale, hvilken skattesats et land er berettiget til at beskaffe udbytte med. Hvis der er indeholdt mere i kildeskat end den sats, der fremgår af den konkrete dobbeltbeskatningsoverenskomst eller aftale, vil selskabet kunne tilbagesøge den for meget betalte skat hos myndighederne i det pågældende land. Ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst i Danmark kan selskabet opnå lempelse (credit) for den kildeskat, der er betalt i udlandet, dog maksimalt svarende til den danske skat af udbyttet. Dette er illustreret i boks 5.5.

Boks 5.5. Beskatning af udbytte for et dansk selskab



I medfør af de dobbeltbeskatningsoverenskomster, der er indgået mellem Danmark og en fremmed stat, udgør beskattningen af udbytte typisk 15 pct. Udbyttedtageren vil i sådanne tilfælde kunne tilbagesøge den for meget indeholdte skat. Udbyttet indgår herefter i dansk beskattning. Udbyttedtageren vil normalt kunne få lempelse for den i udlandet betalte skat.

Udenlandske selskaber, der investerer i danske skattepligtige porteføljeaktier, er begrænset skattepligtige af udbytter af disse aktier. Ved udlodning af udbytte til et begrænset skattepligtigt udenlandsk selskab, skal det udbytteudloddende danske selskab indeholde en kildeskat på 27 pct.

I medfør af selskabsskattelovens § 2, stk. 3, udgør beskattningen dog 15 pct., såfremt der sker udveksling af oplysninger mellem Danmark og den fremmede stat via en dobbeltbeskatningsoverenskomst eller anden aftale. Dobbeltbeskatningsoverenskomster med investorens hjemland kan desuden medføre, at udbytteskatten skal sættes yderligere ned. Den udenlandske investor vil kunne foretage en tilbagesøgning af de overskydende beløb hos de danske skattemyndigheder.

Det er en betingelse for at anvende den lavere sats, at den udenlandske udbyttedtager er den retmæssige ejer af udbyttet, dvs. at den retmæssige ejer af udbyttet skal være hjemmehørende og fuldt skattepligtig i aftalestaten.

For selskaber hjemmehørende i lande, hvor Danmark ikke har en dobbeltbeskatningsoverenskomst eller udveksler oplysninger, vil den indeholdte kildeskat på 27 pct. være den endelige skat. Dette vil også være procentsatsen i de situationer, hvor det ikke dokumenteres, hvem der konkret er den retmæssige ejer af udbyttet.

I forhold til udenlandske selskabers porteføljeinvesteringer i danske selskaber er der ikke skattepligt af gevinster. Der er således ikke begrænset skattepligt for selskaber af gevinst på aktier i danske selskaber.

5.7.2 Børsnoterede obligationer

Selskaber, der er fuldt skattepligtige til Danmark, er skattepligtige af gevinster og har fradrag for tab på børsnoterede obligationer. Det gælder, uanset om der er tale om danske eller udenlandske børsnoterede obligationer. Dvs. at gevinst og tab indgår ved opgørelsen af selskabsindkomsten. Gevinst og tab skal medregnes efter lagerprincippet. Der er ikke kildeartsbegrænsning.

For fuldt skattepligtige selskaber er renteindtægter af børsnoterede obligationer skattepligtige, og renteudgifter er fradragsberettigede, ved opgørelsen af selskabers skattepligtige indkomst. Det gælder, uanset om renterne hidrører fra danske eller udenlandske obligationer. Der er heller ikke begrænset skattepligt af danske obligationer (medmindre der er tale om kontrolleret gæld).

Udenlandske selskaber er ikke skattepligtige til Danmark af gevinst og tab på børsnoterede obligationer. Der er således ikke begrænset skattepligt af gevinst på danske obligationer.

5.7.3 Finansielle kontrakter

Selskaber, der er fuldt skattepligtige til Danmark, er skattepligtige af gevinst og tab på finansielle kontrakter. Det gælder, uanset om der er tale om danske eller udenlandske finansielle kontrakter. Gevinst og tab indgår i selskabsindkomsten. Beskatningen af gevinst og tab sker efter lagerprincippet. Udgangspunktet for selskabers adgang til fradrag for tab på finansielle kontrakter er, at tab ikke er kildeartsbegrænset.

Udenlandske selskaber er ikke skattepligtige i Danmark af gevinst på danske finansielle kontrakter. Der er således ikke begrænset skattepligt af gevinst på finansielle kontrakter.

5.8 Pensionsbeskatning

5.8.1 Beskatning af personer

Fuldt skattepligtige personer, som ejer pensionsordninger, samt danske fonde og danske selskaber, som har afdækket deres pensionstilsagn, medregner gevinst eller tab efter lagerprincippet ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst. Afkast beskattes med 15,3 pct. (pensionsafkastskat). Dette gælder, uanset om der er tale om aktier, obligationer eller andet.

5.8.2 Beskatningen af pensionskasser

Danske pensionskasser er fritaget for selskabsskat²⁵, og de kan få udstedt et udbyttefrikort, således at et dansk selskab, der udlodder udbytte til pensionskassen, ikke skal indeholde udbytteskat ved udlodning af udbytte til pensionskassen.

I det omfang pensionskassen ikke fordeler investeringsafkastet til de enkelte pensionsopparer, er pensionskassen skattepligtig af afkastet med 15,3 pct. (pensionsafkastskat).

Når der udloddes udbytte fra danske selskaber til udenlandske pensionsinstitutter, skal der som udgangspunkt indeholdes udbytteskat på samme måde som ved udlodning til udenlandske selskaber eller personer. Det vil sige, at de særlige regler, som gælder for danske pensionskasser, som udgangspunkt ikke gælder for udenlandske pensionsinstitutter. Dog kan der i medfør af en dobbeltbeskatningsoverenskomst være fastsat andre aftaler. OECD's modeloverenskomst omtaler ikke særskilt indeholdelse af kildeskat ved udlodning af udbytte til pensionsinstitutter. Danmark har ved indgåelsen af nyere dobbeltbeskatningsoverenskomster generelt forsøgt at nå frem til 0 pct. kildeskatteaftaler.

Således har Danmark eksempelvis indgået en 0 pct. kildeskatteaftale med USA. I sådanne kildeskatteaftaler er der gensidighed, da den udbytteskat, som Danmark opgiver over for udenlandske

²⁵ Jf. SEL § 3, stk.1

pensionskasser, modsvares af, at danske pensionskasser tilsvarende undgår udenlandsk udbyttebeskatning.

Dobbeltbeskatningsoverenskomsten mellem de nordiske lande indeholder derimod ingen særskilte bestemmelser vedrørende udlodning til pensionsinstitutter, hvorfor indeholdelsen i så fald vil ske i overensstemmelse med de almindeligt fastsatte bestemmelser om indeholdelse af kildeskat ved udlodning af udbytte.

5.9 Skematisk oversigt

I tabel 5.1 er opsummeret de skatteregler, der som hovedregel gælder, når der investeres direkte i danske værdipapirer. Der tages udgangspunkt i, at der er tale om almindelige porteføljeinvesteringer i børsnoterede værdipapirer.

	Type investor		Udenlandsk person	Udenlandsk selskab
	Dansk person	Dansk selskab		
Udbytte fra danske aktier	Skattepligt Aktieindkomst	Skattepligt Selskabsindkomst	Skattepligt 27/15 pct.	Skattepligt 27/15 pct.
Gevinst og tab på danske aktier	Skattepligt Aktieindkomst Realisations Beskatning Kildeartsbegrænsning ved tab (børsnoteret)	Skattepligt Selskabsindkomst Lagerbeskatning	Skattefrit	Skattefrit
Gevinst og tab på danske obligationer	Skattepligt Kapitalindkomst Realisations Beskatning	Skattepligt Selskabsindkomst Lagerbeskatning	Skattefrit	Skattefrit
Renter af danske obligationer	Skattepligt Kapitalindkomst	Skattepligt Selskabsindkomst	Skattefrit	Skattefrit*
Gevinst og tab på danske finansielle kontrakter	Skattepligt Kapitalindkomst Lagerbeskatning Kildeartsbegrænsning ved tab	Skattepligt Selskabsindkomst Lagerbeskatning	Skattefrit	Skattefrit

*Medmindre der er tale om renter vedrørende kontrolleret gæld.

6. Beskatning af investeringsinstitutter og deres investorer

6.1 Indledning

Dette kapitel har til formål at beskrive de danske skatteregler, der gælder for investeringsinstitutter og deres investorer.

Som det fremgår af kapitel 2, anvendes der ved analysen en række kriterier til at vurdere evt. ændringer. Et af kriterierne er, at reglerne er neutrale i forhold til en direkte investering. I kapitel 5 er gennemgået de gældende regler ved direkte investering. I nærværende kapitel gennemgås de gældende regler ved investering via et investeringsinstitut. I kapitel 7 ses der herefter på effekten af de gældende regler, herunder på i hvilket omfang de gældende regler for investeringsinstitutter og deres investorer er neutrale i forhold til en direkte investering.

Skattemæssigt kan der være tale om flere typer investeringsinstitutter. De oftest forekommende typer af investeringsinstitutter for investeringer foretaget af detailinvestorer er de minimumsbeskattede investeringsinstitutter og investeringsselskaberne. Herudover findes kontoførende investeringsforeninger og akkumulerende investeringsforeninger. Både danske og udenlandske investeringsinstitutter kan kvalificeres som en af disse typer af investeringsinstitutter.

Danske minimumsbeskattede investeringsinstitutter og investeringsselskaber betaler ikke skat med undtagelse af, at investeringsselskaberne er skattepligtige af udbytter fra investeringer i danske aktier. Derimod bliver investorerne beskattet.

Beskatning af danske personer, der investerer via minimumsbeskattede investeringsinstitutter, sker som aktieindkomst eller kapitalindkomst, alt efter om investeringsinstituttet fortrinsvis investerer i aktier eller obligationer. Danske investorer beskattes i grove træk neutralt, i forhold til hvis der var investeret direkte i de underliggende værdipapirer.

Investeringsinstituttet skal opføre en minimumsindkomst for at kvalificere sig som et minimumsbeskattet investeringsinstitut. Investorerne er skattepligtige af minimumsindkomsten, uanset om

den udloddes eller ej. Hvis investeringsinstituttet ikke opgør en minimumsindkomst, kvalificeres det oftest som et investeringsselskab.

Beskatning af danske personer, der investerer via et investeringsselskab, sker altid som kapitalindkomst, uanset om der investeres i aktier eller obligationer. Opgørelsen sker efter lagerprincippet.

Der kan frit oprettes andelsklasser i investeringsselskaber. I de minimumsbeskattede investeringsinstitutter er der begrænset mulighed for dette.

Der skal som udgangspunkt betales udbytteskat af udbytter fra danske selskaber, der udloddes fra danske selskaber til investeringsinstitutter. Danske minimumsbeskattede investeringsinstitutter har dog mulighed for at få et såkaldt frikort, så de ikke betaler udbytteskat af udbytter fra investeringer i danske aktier, som modtages af instituttet. Både danske og udenlandske investorer er skattepligtige til Danmark af udbytter fra danske investeringsinstitutter, som ikke udelukkende er obligationsbaserede.

6.1.1 Sammenhæng til de selskabsretlige regler

De danske skatteregler tager udgangspunkt i, hvorledes investeringsinstitutterne er organiserede, om de udsteder omsættelige beviser, og i hvilke finansielle aktiver de investerer. På hvilken måde investeringsinstitutter skatteretligt kategoriseres, beror på en konkret vurdering, og skatteretten forholder sig som udgangspunkt ikke til, hvordan investeringsinstitutter betegnes selskabsretligt. Der er således kun i begrænset omfang sammenhæng mellem civilretten og skatteretten. Danske og udenlandske investeringsinstitutter kvalificeres efter de samme regler, og dette gælder, uanset om investeringsinstitutterne er omfattet af de EU-retlige regler om investeringsinstitutter eller ej. For en nærmere gennemgang af de selskabsretlige regler for investeringsinstitutter i EU og i Danmark kan der henvises til kapitel 4.

Det skal desuden understreges, at kvalificeringen af udenlandske investeringsprodukter ikke er afhængig af betegnelsen på det udenlandske produkt. Uanset at det udenlandske produkt betegner sig som fx en SIKAV, som også eksisterer i de danske selskabsretlige regler, vil der ikke nødvendigvis være tale om, at den udenlandske enhed omfattes af de samme skattemæssige regler som den danske. Hvert enkelt produkt skal kvalificeres i forhold til de danske skatteregler, som beskrives nedenfor.

6.1.2 Selvstændigt skattesubjekt eller transparent

I forhold til kvalifikationen af investeringen er det først nødvendigt at finde ud af, om der er investeret i en enhed, der må anses for et selvstændigt skattesubjekt. Dette afgøres ud fra en konkret vurdering af investeringsinstituttet. Hvis ikke der er tale om en investering i et selvstændigt skattesubjekt, vil der være tale om en transparent enhed, dvs. at investor ikke anses for at have investeret i enheden, men for at have investeret direkte i de underliggende værdipapirer. I denne situation vil det således som udgangspunkt ikke være reglerne om investeringsinstitutter, der er relevante i forhold til beskatningen, men derimod reglerne for direkte investering i de enkelte typer af underliggende værdipapirer, som er beskrevet i kapitel 5.

I de seneste år er der etableret en række investeringsprodukter, som overordnet betegnes som ETF'er (Exchange Traded Funds). Betegnelsen ETF forholder sig udelukkende til, at der er tale om et investeringsprodukt, der handles på et marked. Der kan således ikke ud fra betegnelsen konkluderes noget i forhold til, nøjagtig hvordan produktet er opbygget, eller hvad der konkret investeres i. En ETF skal derfor på tilsvarende måde som andre investeringsprodukter kvalificeres individuelt i

forhold til de danske skatteregler. Først om der er tale om et selvstændigt skattesubjekt. Og, hvis EFT'en må anses for et selvstændigt skattesubjekt, hvilken form for selskab der er tale om. Dette medfører, at en ETF kan falde ind under flere regelsæt. Der kan være tale om investering via et investeringsinstitut, men der kan også være tale om direkte investering i et værdipapir, fx en såkaldt struktureret fordring, der er en form for obligation, der helt eller delvis reguleres efter udviklingen i nogle underliggende aktiver, fx aktier. Strukturerede fordringer beskattes efter reglerne om finansielle kontrakter i kursgevinstloven.

Hvis der er tale om en investering i et selvstændigt skattesubjekt, vil investeringen for investor som udgangspunkt blive anset for en investering i en aktie, jf. dog nedenfor om de enkelte former for investering. I medfør af aktieavancebeskatningslovens § 3 vil investering i et investeringsinstitut herudover for investor altid blive anset for at være en investering i et børsnoteret papir, uanset om det konkrete bevis reelt handles på en børs.

6.1.3 Typer af danske investeringsinstitutter

Dansk skatteret inddeler investeringsinstitutter i følgende kategorier:

- Investeringsinstitutter med minimumsbeskatning
- Investeringselskaber
- Kontoførende investeringsforeninger
- Akkumulerende investeringsinstitutter

De danske skatteregler om investeringsinstitutter regulerer dels beskattningen af investeringsinstituttet dels beskattningen af investorerne. De danske regler om investeringsinstitutter regulerer de investeringsinstitutter, der er fuldt eller begrænset skattepligtige i Danmark. Disse investeringsinstitutter kan henvende sig til både danske og udenlandske investorer.

Der kan være tale om investeringsinstitutter, der er hjemmehørende såvel inden for som uden for EU/EØS, ligesom investorerne kan være hjemmehørende både i og uden for EU/EØS. Det skal hertil bemærkes, at investering via investeringsinstitutter er omfattet af EU's regler om kapitalens fri bevægelighed, hvorefter alle restriktioner for kapitalbevægelser mellem medlemsstaterne indbyrdes og mellem medlemsstaterne og tredjelande er forbudt. Dette betyder for det første, at der ikke kan diskrimineres mellem investeringer i eller uden for EU/EØS. Herudover gælder endvidere, at der heller ikke kan diskrimineres i forhold til investorer i lande uden for EU/EØS, herunder investorer hjemmehørende i lavskattelande.

De følgende afsnit beskriver investeringsinstitutter, der skatteretligt betegnes som institutter med minimumsbeskatning og investeringselskaber. Kontoførende foreninger og akkumulerende investeringsinstitutter er af mindre relevans for denne analyse, da de ikke henvender sig til detailinvestor. Derfor behandles de kun kort i dette kapitel.

6.2 Investeringsinstitutter med minimumsbeskatning

6.2.1 Definition

Ved et investeringsinstitut med minimumsbeskatning forstås et investeringsinstitut, der udsteder omsættelige beviser for deltagernes indskud, og som har valgt, at instituttets opgjorte minimums-

indkomst skal beskattes hos deltagerne²⁶. Både danske og udenlandske investeringsinstitutter kan vælge at blive kvalificerede som investeringsinstitutter med minimumsbeskatning.

For at et investeringsinstitut kan omfattes af reglerne om investeringsinstitutter med minimumsbeskatning, skal investeringsinstituttet vælge, at det ønsker skattemæssig status som investeringsinstitut med minimumsbeskatning. Valget skal være truffet inden det første af instituttets indkomstår, som valget gælder for. I et nyoprettet investeringsinstitut skal valget være truffet i forbindelse med oprettelsen, hvis det skal gælde for instituttets første indkomstår.

Investeringsinstitutter med minimumsbeskatning kan fx være organiseret som en SIKAV eller en investeringsforening. Hvor der er tale om en forening, er det dog en betingelse for valg af minimumsbeskatning, at foreningen har mindst otte medlemmer, medmindre der sker en effektiv markedsføring over for offentligheden med henblik på at bringe antallet af medlemmer op²⁷.

En investeringsforening med mindre end otte medlemmer behandles som udgangspunkt skattemæssigt som en transparent enhed. Det vil sige, at medlemmerne, og ikke foreningen, anses for at være ejere af de underliggende værdipapirer. En forening med mindre end otte medlemmer anses dog ikke som transparent, hvis foreningens vedtægter er udformet således, at det er et krav, at beviserne lyder på navn, og der alene kan optages medlemmer, der er selskaber. Endvidere må ingen deltagere i de juridiske personer beskattes af gevinst på beviset eller af indkomst fra foreningen efter reglerne for personer. Endelig må investeringsinstitutter med minimumsbeskatning ikke kunne optages som medlemmer af foreningen²⁸.

Investeringsinstitutter med minimumsbeskatning kan alene oprette andelsklasser, hvor der differentieres på grundlag af valuta, administrationsomkostninger og faktisk eller teknisk udbetaling af årets afkast, hvis status som institut med minimumsbeskatning skal bevares²⁹.

Institutter med minimumsbeskatning kan være aktiebaserede eller obligationsbaserede.

Et investeringsinstitut med minimumsbeskatning er aktiebaseret, hvis 50 pct. eller mere af instituttets aktivmasse i løbet af instituttets indkomstår gennemsnitligt er placeret i aktier og øvrige værdipapirer omfattet af aktieavancebeskatningsloven bortset fra aktier i investeringsselskaber og investeringsbeviser i obligationsbaserede investeringsinstitutter med minimumsbeskatning. Det er endvidere en betingelse, at den resterende del af aktivmassen udelukkende er placeret i værdipapirer mv. og i instituttets administrationsbygning. For personer er afkastet (udbytte og avance ved salg af beviset) aktieindkomst.

Et investeringsinstitut med minimumsbeskatning er obligationsbaseret, hvis mindre end 50 pct. af instituttets aktivmasse i løbet af instituttets indkomstår gennemsnitligt er placeret i aktier og øvrige værdipapirer omfattet af aktieavancebeskatningsloven, bortset fra aktier i investeringsselskaber og investeringsbeviser i obligationsbaserede investeringsinstitutter med minimumsbeskatning. Det er endvidere en betingelse, at den resterende del af aktivmassen udelukkende er placeret i værdipa-

²⁶ Jf. LL § 16 C

²⁷ Jf. SEL § 1, stk. 7

²⁸ Jf. SEL § 1, stk. 8

²⁹ Den juridiske vejledning (version 2015-2) pkt. C.D.1.1.10.8.1

pirer mv. og i instituttets administrationsbygning. For personer er afkastet (udbytte og avance ved salg af beviset) kapitalindkomst.

6.2.2 Beskatning af et investeringsinstitut med minimumsbeskatning

Danske investeringsinstitutter med minimumsbeskatning er fuldt skattepligtige, men betaler i praksis ikke skat.

Investeringsinstitutter med minimumsbeskatning er således skattepligtige efter selskabsskattelovens § 1, stk. 1, nr. 5, litra c. Ifølge bestemmelsen omfatter selve investeringsinstituttets skattepligt alene indtægt ved erhvervmæssig virksomhed og fortjeneste eller tab ved afhændelse, afståelse eller opgivelse af formuegoder, der har eller har haft tilknytning til den erhvervmæssige virksomhed. Udbytteindtægter, aktiegevinster og renter anses ikke for indtægt ved erhvervmæssig virksomhed for investeringsinstitutter med minimumsbeskatning.

Ved udlodning af udbytte fra danske selskaber til et dansk investeringsinstitut med minimumsbeskatning skal det udloddende danske selskab som udgangspunkt indeholde en kildeskat på 15 pct.³⁰ og 27 pct. ved udlodning til udenlandske investeringsinstitutter³¹. Skatteministeren er dog bemyndiget til at fastsætte regler om, at indeholdelse af kildeskat ikke skal ske ved udlodning til investeringsinstitutter med minimumsbeskatning. Bemyndigelsen er udnyttet i kildeskattebekendtgørelsen³², ifølge hvilken der blandt andet kan udstedes et såkaldt frikort til investeringsinstitutter med minimumsbeskatning. Frikort kan dog kun udstedes til minimumsbeskattede investeringsinstitutter, der er hjemmehørende i Danmark.

Ved udlodning af aktieudbytte til investeringsinstitutter, der er hjemmehørende i udlandet, skal et dansk udloddende selskab som nævnt som udgangspunkt indeholde 27 pct. i kildeskat. I medfør af selskabsskattelovens § 2, stk. 3, udgør beskattningen dog 15 pct., såfremt der sker udveksling af oplysninger mellem Danmark og den fremmede stat via en dobbeltbeskatningsoverenskomst eller anden aftale. Dobbeltbeskatningsoverenskomster med investeringsinstituttets hjemland kan desuden medføre, at udbytteskatten skal sættes yderligere ned. Det udenlandske investeringsinstitut vil kunne foretage en tilbagesøgning af et eventuelt overskydende beløb hos de danske skattemyndigheder.

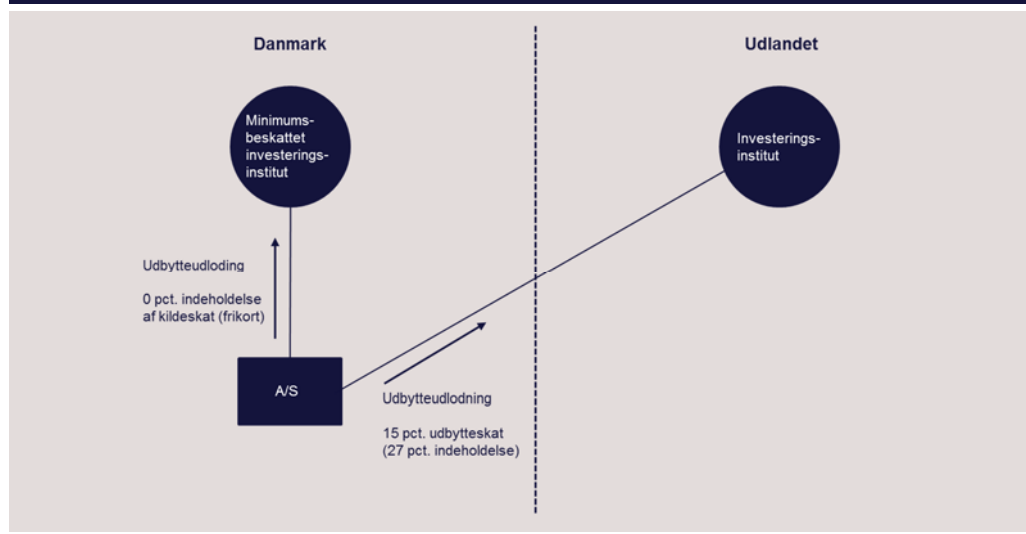
Danske selskabers indeholdelse af kildeskat ved udlodning til investeringsinstitutter med minimumsbeskatning er illustreret i boks 6.1.

³⁰ Jf. KSL § 65, stk. 11., samt kildeskattebekendtgørelsen (bek. nr. 499 af 27. marts 2015) § 34.

³¹ Jf. KSL § 65 stk. 1.

³² Jf. KSL § 65, stk. 13. kildeskattebekendtgørelsen (bek. nr. 499 af 27. marts 2015) § 31, stk. 2, nr. 1.

Boks 6.1. Indeholdelse af udbytteskat ved udlodning til minimumsbeskattede investeringsinstitutter i Danmark og i udlandet



Ved udlodning af aktieudbytte til selskaber hjemmehørende i udlandet skal et dansk udloddende selskab som udgangspunkt indeholde 27 pct. i udbytteskat. I medfør af selskabsskattelovens § 2, stk. 3 udgør beskattningen dog 15 pct., såfremt der sker udveksling af oplysninger mellem Danmark og den fremmede stat via en dobbeltbeskatningsoverenskomst eller anden aftale. Dobbeltbeskatningsoverenskomster med investorens hjemland kan desuden medføre, at udbytteskatten skal sættes yderligere ned. Den udenlandske investor vil kunne foretage en tilbagesøgning af de overskydende beløb hos de danske skattemyndigheder.

I tilknytning hertil bemærkes, at EU-Kommissionen den 30. april 2012 har sendt en åbningskrivelse til Danmark vedrørende beskattning af udbytte til investeringsinstitutter med minimumsbeskatning. Åbningskrivelsen er fulgt op af en begrundet udtalelse fra den 26. april 2013.

EU-Kommissionen anfører, at de danske regler for indeholdelse af udbytteskat i udbytter til investeringsinstitutter er i strid med bestemmelsen om kapitalens fri bevægelighed, jf. TEUF artikel 63. Kommissionen henviser i denne forbindelse til, at frikortsordningen kun gælder investeringsinstitutter hjemmehørende i Danmark, mens der ikke gælder tilsvarende regler for investeringsinstitutter hjemmehørende i udlandet.

Den danske regering har i sit svar til EU-Kommissionen³³ anerkendt, at den skattemæssige behandling af udbytter til danske og udenlandske investeringsinstitutter i visse tilfælde er forskellig. Denne forskelsbehandling er dog efter den danske regerings opfattelse retfærdiggjort af tvingende almene hensyn, da de danske skatteregler er nødvendige for at sikre sammenhængen i beskattingsordningen samt af hensyn til en afbalanceret fordeling af beskattingskompetencen.

Den danske regering henviser i denne forbindelse til, at der er en direkte sammenhæng mellem skattefritagelsen for investeringsinstitutter med minimumsbeskatning og beskattningen hos deltagerne. Fritagelsen for kildeskat af udbytte for danske investeringsinstitutter med minimumsbeskatning beror således på, at der skal ske indeholdelse af udbytteskat i udbytter fra de minimumsbeskattede investeringsinstitutter, uanset om der rent faktisk sker udlodning af hele minimumsindkomsten, jf. *også afsnit 6.2.5*.

Hvis de udenlandske investeringsinstitutter fritages for dansk kildeskat på udbytter, kan investorer fravælge dansk kildeskat af udbytter fra danske aktier ved at investere gennem et udenlandsk minimumsbeskattet investeringsinstitut. Dette vil indebære, at Danmark mister beskattingsretten til fordel for den medlemsstat, hvor investor er hjemmehørende.

³³ <http://www.ft.dk/samling/20111/almdel/sau/bilag/316/1141963.pdf>

Regeringen er derfor af den opfattelse, at de danske regler vedrørende minimumsbeskattede investeringsinstitutter ikke strider imod EU-retten, idet reglerne er nødvendige for at sikre en afbalance-ret fordeling af beskattningskompetencen mellem medlemsstaterne.

Problemstillingen er herudover forelagt EU-domstolen som et præjudicielt spørgsmål i forbindelse med nogle konkrete retssager.

Hvis der er tale om investering i en udenlandsk aktie, er investeringsinstituttet ikke skattepligtigt af udbytte herfra i Danmark. Der vil dog ofte være indeholdt kildeskat i udlandet. Hvis der er indgået en dobbeltbeskatningsoverenskomst med det pågældende land, vil det fremgå af denne overenskomst, hvor stor en kildeskat det pågældende land er berettiget til. Hvis der er indeholdt mere i kildeskat end den sats, der fremgår af den konkrete dobbeltbeskatningsoverenskomst, vil investeringsinstituttet kunne tilbagesøge den for meget betalte skat hos myndighederne i det pågældende land, idet investeringsinstituttet, uanset at det som udgangspunkt er skattefritaget, anses for et selvstændigt skattesubjekt. Da investeringsinstituttet ikke betaler skat, kan investeringsinstituttet ikke opnå lempelse (credit) for den udbytteskat, der er betalt i udlandet.

6.2.3 Investeringsinstituttets opgørelse af minimumsindkomst

Investeringsinstitutter med minimumsbeskatning skal årligt opgøre en minimumsindkomst. Såfremt et investeringsinstitut ikke opgør en minimumsindkomst, vil det som hovedregel blive skattemæssigt kvalificeret som et investeringsselskab.

Minimumsindkomsten opgøres på baggrund af de indtægter og gevinster, der ville være skattepligtige ved personers direkte investering, og investeringsinstituttet kan tilsvarende i vidt omfang foretage fradrag i minimumsindkomsten for de tab, der ville være fradragsberettigede ved direkte investering.

Når minimumsindkomsten opgøres, indgår således eksempelvis:

- Indtjente renter og løbende ydelser,
- Gevinst og tab ved salg af aktier,
- Aktieudbytter,
- Kursgevinster og kurstab på obligationer og gæld og
- Gevinst og tab på aktier i investeringsselskaber opgjort efter lagerprincippet

Til forskel fra direkte investering er der særskilt hjemmel i lovgivningen³⁴ til, at der ved opgørelsen af minimumsindkomsten kan foretages fradrag for udgifter til administration, i det omfang udgifterne ikke overstiger de positive indtægter ved opgørelsen af minimumsindkomsten.

Når det minimumsbeskattede investeringsinstitut opgør sin minimumsindkomst, foretages der en opgørelse, som om det minimumsbeskattede investeringsinstitut selv var skattepligtigt af gevinster og tab. Opgørelsen foretages som udgangspunkt efter de regler, der ellers gælder ved personers direkte investering og ikke de regler, der ellers gælder ved selskabers direkte investering. Da minimumsindkomsten er skattepligtig for investor, betyder det, at der for en person, der investerer via et minimumsbeskattet investeringsinstitut, er en høj grad af neutralitet i forhold til direkte investering. I forhold til selskaber, der investerer via et investeringsinstitut, har minimumsindkomsten mindre betydning, idet selskaber er lagerbeskattede af investeringen i investeringsinstituttet, *jf. nedenfor*.

³⁴ Jf. LL § 16 C, stk. 6.

Ved opgørelsen af minimumsindkomsten opgøres gevinst og tab på en aktieinvestering efter realisationsprincippet. Tilsvarende gælder for obligationer. Gevinst og tab på finansielle kontrakter opgøres efter lagerprincippet. Ved opgørelsen finder enten gennemsnitsmetoden eller aktie-for-aktie-metoden anvendelse, og der anvendes det almindelige FIFO-princip.

Der er tale om en nettoopgørelse af minimumsindkomsten. Dette indebærer, at der ikke er kildeartsbegrænsning af tab på børsnoterede aktier, uanset at dette ellers ville gælde ved en persons direkte investering.

6.2.4 Beskatningen af investorer i et investeringsinstitut med minimumsbeskatning

Beskatningen som minimumsbeskattet investeringsinstitut indebærer, at investeringsinstituttet har valgt, at instituttets indkomst skal beskattes hos deltagerne. Investeringsinstituttet skal senest 2 måneder efter instituttets godkendelse af regnskabet, dog senest 6 måneder efter udløbet af instituttets indkomstår, indsende oplysning til de danske skattemyndigheder om størrelsen af minimumsindkomsten og dens sammensætning. Dette gælder også udenlandske investeringsinstitutter, der har valgt beskatning som investeringsinstitut med minimumsbeskatning. Der skal desuden indsendes oplysning om en eventuel difference, hvis det beløb, der faktisk henføres til deltagerne, overstiger minimumsindkomsten.

Da minimumsindkomsten er skattepligtig for investor, betyder det, at beskatningen sker hos investorerne, uanset om investeringsinstituttet rent faktisk foretager udlodning til investorerne. Hvis investeringsinstituttet rent faktisk foretager udlodning, beskattes investorerne dog af den fulde udlodning, dvs. også hvis udlodningen overstiger minimumsindkomsten.

Opgørelsen af minimumsindkomsten foretages i forbindelse med afslutningen af regnskabet pr. 31. december, idet danske minimumsbeskattede investeringsinstitutter som udgangspunkt har kalenderåret som regnskabsår³⁵. Udlodning af årets indkomst vedtages formelt på generalforsamlingen året efter. Beskatning af årets indkomst i investeringsinstituttet sker således reelt først i året efter, at indkomsten er optjent af investeringsinstituttet. For investor vil der derfor være tale om en udskydelse af beskatningen i forhold til investeringsinstituttets indtjening.

Personer

Danske fuldt skattepligtige personer, der investerer i aktiebaserede investeringsinstitutter med minimumsbeskatning, beskattes af den opgjorte minimumsindkomst som aktieindkomst³⁶.

Danske fuldt skattepligtige personer, der investerer i obligationsbaserede investeringsinstitutter med minimumsbeskatning, beskattes af minimumsindkomsten som kapitalindkomst³⁷.

For danske fuldt skattepligtige personer gælder denne beskatning, uanset om der er tale om et dansk eller et udenlandsk minimumsbeskattet investeringsinstitut.

Gevinst og tab ved salg af investeringsbeviser i både aktie- og obligationsbaserede investeringsinstitutter medregnes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst efter realisationsprincippet. Dvs. at der ved salg af investeringsbeviset sker en beskatning af en eventuel avance opgjort på grundlag

³⁵ Jf. LIF § 90.

³⁶ Jf. PSL § 4 a, stk. 1, nr. 3.

³⁷ Jf. PSL § 4, stk. 1, nr. 4, og PSL § 4 a, stk. 1, nr. 3.

af forskellen mellem anskaffessummen og afståelsessummen vedrørende investeringsbeviset. Beskattningen sker som aktieindkomst eller kapitalindkomst, alt efter om investeringsinstituttet er aktiebaseret eller obligationsbaseret. Ved salg af et bevis i et obligationsbaseret investeringsinstitut beskattes en eventuel avance dog kun, hvis avancen sammenlagt med årets nettogevinster og nettotab på fordringer og gæld omfattet af kursgevinstloven overstiger en bagatelgrænse på 2.000 kr. Ved beskattningen anses investering i et investeringsinstitut, der udsteder omsættelige investeringsbeviser, altid for at være en investering i et børsnoteret aktiv³⁸.

Hvis et aktiebaseret investeringsinstitut skifter skattemæssig status til enten et obligationsbaseret investeringsinstitut eller et investeringsselskab, uden at instituttet opløses, anses investor for at have solgt sine investeringsbeviser og købt dem igen til handelsværdien. Gevinst og tab ved salget skal medregnes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst. Dette skyldes, at investor ellers ville kunne konvertere et evt. kildeartsbegrænset tab i aktieindkomst til et tab, der vil kunne fradrages i kapitalindkomsten.

Investor skal anvende lagerprincippet ved opgørelsen af gevinst og tab på investeringsbeviser i obligationsbaserede investeringsinstitutter, såfremt investoren allerede anvender lagerprincippet ved opgørelse af gevinst og tab på børsnoterede obligationer³⁹. Investoren skal ligeledes anvende lagerprincippet ved opgørelsen af gevinst og tab på investeringsbeviser i både aktie- og obligationsbaserede investeringsinstitutter med minimumsbeskatning, såfremt investoren driver næring med køb og salg af aktier⁴⁰.

Som beskrevet er det en betingelse, at de minimumsbeskattede investeringsinstitutter opgør en minimumsindkomst, som investor beskattes af, uanset om der de facto bliver udbetalt et udbytte til investor. Dette bevirker ofte, at danske minimumsbeskattede investeringsinstitutter vælger at foretage udlodning af institutternes indtægter, således at investor har likviditet til at betale skatten af udbyttet. Ofte udloddes endog hele minimumsindkomsten og ikke kun et beløb svarende til skatten.

Uanset at minimumsindkomsten opgøres efter de regler, som gælder ved personers direkte investering, og uanset at minimumsindkomsten beskattes, selvom investeringsinstituttet ikke udlodder udbytte, giver reglerne for minimumsbeskattede investeringsinstitutter dog ikke en fuldstændig transparent beskatning af danske personlige investorer. Det skyldes, at det vil være for teknisk at have et system, der for hvert enkelt underliggende papir, som et investeringsinstitut ejer, opgøres et beskatningsgrundlag, som så overføres til beskatning hos investor.

Reglerne for minimumsbeskattede investeringsinstitutter følger derfor et modificeret transparensprincip, som på tillempet vis beskatter danske personlige investorer, som om instituttets investeringsaktiver er ejet direkte.

Følgende elementer i reglerne bevirker, at transparensprincippet kun er tillempet:

- Afkast af investors investering kvalificeres som enten aktie- eller kapitalindkomst på trods af, at investeringsinstituttet både ejer aktier og obligationer. Kriteriet for, om investor aktie- eller kapi-

³⁸ Jf. ABL § 3.

³⁹ Jf. ABL § 23, stk. 4, 2. pkt.

⁴⁰ Jf. ABL § 23, stk. 4, 1. pkt., jf. ABL § 17, stk. 3.

talindkomstbeskattes, afhænger af, hvad investeringsinstituttet primært investerer i af underliggende værdipapirer.

- Investeringsinstituttet opgør en minimumsindkomst efter et nettoprincip, hvor gevinster og tab fra henholdsvis aktie- og obligationsinvesteringer puljes, således at fx et tab på aktier kan modregnes i en renteindtægt, inden der sker en samlet udlodning til investor. Denne nettoopgørelse er ikke mulig, hvis investor har investeret direkte i de underliggende værdipapirer.
- Investor opnår fradrag for formueforvaltningsomkostninger ved at investere gennem et minimumsbeskattet investeringsinstitut, da administrationsudgifter fratrækkes ved opgørelse af minimumsindkomsten. En person, som investerer direkte i værdipapirer, kan ikke fratække tilsvarende administrationsudgifter.

Udenlandske personer, der investerer i danske minimumsbeskattede investeringsinstitutter, er ikke skattepligtige til Danmark af gevinst og tab på beviset.

Selskaber

For selskabsinvestorer sondres der ikke mellem investering i et aktie- henholdsvis obligationsbaseret investeringsinstitut. Opgørelsen af minimumsindkomsten har heller ikke relevans for beskattningen af selskabsinvestorer. Selskabsinvestorer skal opgøre gevinst og tab på investeringsbeviser i investeringsinstitutter med minimumsbeskatning efter de samme regler, som gælder for opgørelse af gevinst og tab for skattepligtige porteføljeaktier. Dvs. at selskaber skal opgøre gevinst og tab på investeringsbeviset efter lagerprincippet⁴¹. Dette gælder, uanset om der er tale om et dansk eller udenlandsk minimumsbeskattet investeringsinstitut. Investeringsbeviser i minimumsbeskattede investeringsinstitutter kan ikke omfattes af definitionen af datterselskabsaktier, koncernselskabsaktier eller skattefri porteføljeaktier.

Udenlandske selskabsinvestorer er ikke skattepligtige af gevinst og tab på beviser i minimumsbeskattede investeringsinstitutter. Dette svarer til reglerne for investering i andre danske selskaber.

6.2.5 Beskatning ved udlodning af udbytter fra investeringsinstitutter med minimumsbeskatning

Danske personlige investorer er skattepligtige af minimumsindkomsten, uanset om det minimumsbeskattede investeringsinstitut foretager udlodning. Værdien af den beskattede minimumsindkomst anses for danske investorer som et tillæg til anskaffelsessummen for investeringsbeviserne, hvis den ikke udloddes⁴². Dette sker for at hindre dobbeltbeskatning, idet minimumsindkomsten, uanset om den udloddes eller ej, beskattes hos investor. Reglen indebærer derfor, at den skattepligtige avance ved en senere afståelse af beviserne reduceres med det beløb, der er beskattet hos investor. Tillægget anses for anskaffet på samme tidspunkt som den oprindelige andel og med en anskaffelsessum, der svarer til den manglende udbetaling.

I det omfang investeringsinstituttet foretager udlodning ud over minimumsindkomsten, vil danske personer også være skattepligtige af udlodningen som kapitalindkomst eller aktieindkomst, afhængig af om investeringsinstituttet er obligationsbaseret eller aktiebaseret. Danske selskaber vil skulle medregne udbyttet til den skattepligtige selskabsindkomst. Reglerne for indeholdelse af kildeskat ved udlodning af udbytte fra investeringsinstitutter med minimumsbeskatning er illustreret i boks 6.2.

⁴¹ Jf. ABL § 23, stk. 5 og 6

⁴² Jf. ABL § 27

Udenlandske personer eller selskaber er begrænset skattepligtige af udbytter fra investeringsinstitutter med minimumsbeskatning. Udenlandske investorer er desuden skattepligtige af den del af den opgjorte minimumsindkomst, der ikke udloddes. Som minimum er udenlandske personer således begrænset skattepligtige til Danmark af den opgjorte minimumsindkomst, uanset om den udloddes eller ej.

Udenlandske personer eller selskaber er dog ikke begrænset skattepligtige af udbytter fra investeringsinstitutter, der udelukkende investerer i følgende papirer:

- Fordringer omfattet af kursgevinstloven,
- Aktier i instituttets administrationselskab, der forestår investeringsinstituttets administration,
- Afledte finansielle instrumenter efter Finanstilsynets regler herom,
- Beviser i investeringsinstitutter med minimumsbeskatning, der udelukkende investerer i aktiver som nævnt umiddelbart ovenfor (idet disse er kapitalindkomst for personlige investorer)

Der er primært tale om indkomst, hvor der ved personers direkte investering ikke ville være tale om skattepligtigt udbytte og dermed ikke begrænset skat ved direkte investering.

Reglerne indebærer desuden, at der ikke er begrænset skattepligt ved investering i et investeringsinstitut med minimumsbeskatning, der for eksempel investerer alle sine midler i et andet investeringsinstitut, hvis det institut, der investeres i, fx alene investerer i obligationer. Dette muliggør anvendelsen af såkaldte master-feeder strukturer, hvor flere investeringsforeninger investerer via én investeringsforening.

Indeholdelse af kildeskat

For danske investeringsinstitutter med minimumsbeskatning er der pligt til at indeholde kildeskat af minimumsindkomsten. Pligten til at indeholde kildeskat gælder også, selvom der ikke sker faktisk udlodning heraf til deltagerne. Der skal således indeholdes kildeskat ved udlodning eller godskrivning af udbyttet⁴³.

Hovedreglen er, at investeringsinstitutter med minimumsbeskatning skal indeholde en kildeskat på 27 pct. af det samlede udbytte, hvis der er tale om en person, der er investor. Hvis investor er et dansk selskab eller en forening mv., skal der indeholdes 22 pct. Det samlede udbytte består af minimumsindkomsten og eventuelle merbeløb, der udloddes.

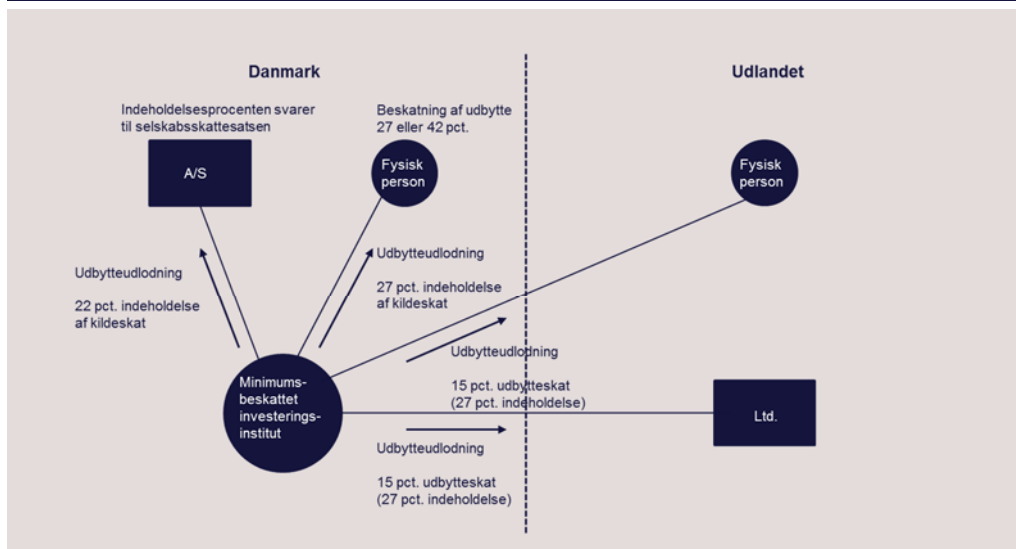
Den indeholdte kildeskat på 27 pct. vedrørende personer svarer til skat af aktieindkomst på laveste progressionstrin, mens den indeholdte kildeskat på 22 pct. til danske selskaber og foreninger svarer til den fuldt indfasede nedsatte selskabsskattesats fra indkomståret 2016.

Såfremt der er tale om udenlandske personer eller selskaber, skal investeringsinstituttet indeholde 27 pct. kildeskat ved udlodning. I medfør af kildeskattelovens § 2, stk. 6, udgør beskatningen for personer dog 15 pct., såfremt der sker udveksling af oplysninger mellem Danmark og den fremmede stat via en dobbeltbeskatningsoverenskomst eller anden aftale. Det samme gør sig gældende for selskaber, hvor beskatningen i medfør af selskabsskattelovens § 2, stk. 3, udgør 15 pct., såfremt der sker udveksling af oplysninger mellem Danmark og den fremmede stat via en dobbeltbeskatningsoverenskomst eller anden aftale. Dobbeltbeskatningsoverenskomster med investorens hjemland kan desuden medføre, at udbytteskatten skal sættes yderligere ned. Den udenlandske inve-

⁴³ Jf. KSL § 65, stk. 7

stor vil kunne foretage en tilbagesøgning af de overskydende beløb hos de danske skattemyndigheder.

Boks 6.2. Indeholdelse af kildeskat ved udlodning til investorer i investeringsinstitutter med minimumsbeskatning



Ved udlodning af aktieudbytte til investorer hjemmehørende i udlandet skal et dansk udloddende selskab som udgangspunkt indeholde 27 pct. i udbytteskat. I medfør af kildeskattelovens § 2, stk. 6 eller selskabslovens § 2, stk. 3, udgør beskattningen dog 15 pct., såfremt der sker udveksling af oplysninger mellem Danmark og den fremmede stat via en dobbeltbeskatningsoverenskomst eller anden aftale. Dobbeltbeskatningsoverenskomster med investorens hjemland kan desuden medføre, at udbytteskatten skal sættes yderligere ned. Den udenlandske investor vil kunne foretage en tilbagesøgning af de overskydende beløb hos de danske skattemyndigheder.

Der skal ikke indeholdes kildeskat i de situationer som nævnt ovenfor, hvor der ikke er begrænset skattepligt af udbyttet på grund af, at investeringsinstituttet kun investerer i visse værdipapirer.

Som en yderligere undtagelse skal der heller ikke indeholdes kildeskat af udbytter fra investeringsinstitutter med minimumsbeskatning til investeringsselskaber, hvis instituttet ifølge sine vedtægter ikke kan investere i danske aktier bortset fra aktier i instituttets administrationsselskab. Dette skyldes, at der ikke er begrænset skattepligt ved direkte eje af det underliggende værdipapir.

6.2.6 Baggrund for reglerne

Baggrunden for reglerne om investeringsinstitutter med minimumsbeskatning er, at personlige investorer så vidt muligt beskattes af indtægter og udgifter i instituttet, som havde de foretaget investeringen direkte selv. Dette har været beskrevet som transparensprincippet. Reglerne for opgørelse af minimumsindkomsten sikrer således overordnet, at minimumsindkomsten består af de gevinster og de tab, som ville være skattepligtige, hvis investor havde foretaget investeringen direkte.

Efter de tidligere skattemæssige regler for beskattning af direkte investeringer i aktier og obligationer var der større forskel på, hvornår henholdsvis personer og selskaber var skattepligtige. Disse regler om fx beløbsgrænser og krav om ejertid er dog ikke længere gældende. Overordnet vil både personer og selskaber derfor generelt være skattepligtige af alle former for gevinst og tab på de typer af værdipapirer, som investeringsinstitutter normalt investerer i, jf. også kapitel 5 om beskattningsreglerne ved direkte investering.

Reglerne for beskatning af investering i investeringsbeviser er forskellige for henholdsvis personer og selskaber, idet personer typisk vil være realisationsbeskattede, mens selskaber typisk vil være lagerbeskattede af afkastet af investeringsbeviser. Dette indebærer, at opgørelsen af minimumsindkomsten reelt ikke er af betydning for selskabsinvestorer, som i stedet beskattes af udviklingen i værdien af investeringsbeviset. Minimumsindkomsten har derfor primært betydning for investorer, der er personer.

Tidligere var beskatningen af personer delt op, således at den del af minimumsindkomsten, der ville være aktieindkomst ved direkte investering blev beskattet som aktieindkomst hos investor. Den del af minimumsindkomsten, der ville være kapitalindkomst ved direkte investering, blev beskattet som kapitalindkomst hos investor. Dette skulle sikre, at beskatningen blev så transparent som muligt, og at investor ikke blev beskattet lempelige end ved direkte investering i de underliggende aktiver.

Ved lov nr. 724 af 25. juni 2010 blev den maksimale skattesats for kapitalindkomst nedsat, således at den højeste beskatning af kapitalindkomst svarer til beskatningen af aktieindkomst på højeste progressionstrin. Dette har givet grundlag for en kraftig forenkling af regelsættet for de minimumsbeskattede investeringsinstitutter, som har modificeret transparensprincippet. Ved lov nr. 433 af 16. maj 2012 blev beskatningen af minimumsindkomsten således ændret, så den er baseret på, hvad investeringsinstituttet primært investerer i. Investeringsinstituttet er således enten obligationsbaseret eller aktiebaseret. Der skal således ikke længere foretages en konkret opdeling af minimumsindkomsten.

I forhold til kildeskatter er udgangspunktet, at der gælder de samme regler for de minimumsbeskattede investeringsinstitutter som for andre selskabstyper. Der er således som udgangspunkt kildeskat både ind og ud af investeringsinstituttet.

Der er dog væsentlige undtagelser fra dette, idet der også i forhold til udbytter foretages en form for transparent beskatning. Dvs. at man i reglerne forsøger at se igennem investeringsinstituttet og på den bagvedliggende investering. Det er bl.a. begrundelsen for den særlige frikortsordning, hvor investeringsinstituttet kan få tilladelse til, at det udbyttebetalende danske selskab ikke skal indeholde kildeskat ved udlodning af udbytter til investeringsinstituttet. Frikortsordningen er tæt knyttet sammen med, at beskatningen af investor sker som en transparent beskatning. Dvs. at frikortsordningen kun kan begrundes i en situation, hvor investor beskattes i det omfang og på det tidspunkt, hvor investeringsinstituttet realiserer indkomsten. Hvis beskatningen fx afhæng af, om investeringsinstituttet konkret foretog udlodning til investor, ville frikortsordningen næppe kunne opretholdes EU-retligt. Da frikortsordningen kræver en fuld samtidighedsbeskatning af investor, herunder af danske investorer, kan frikortsordningen i sagens natur ikke gælde for udenlandske investeringsinstitutter, selvom de kvalificeres som minimumsbeskattede. Den manglende kildeskat inde i investeringsinstituttet kommer dog både danske og udenlandske investorer til gode. I forhold til udenlandske investorer sikrer udbyttebeskatningen af minimumsindkomsten, at der sker beskatning af udbytter fra danske aktier, som investeringsinstituttet har investeret i. Beskatningen af minimumsindkomsten giver således en beskatning af udbytter fra danske selskaber.

Som beskrevet ovenfor har EU Kommissionen stillet spørgsmålstejn ved frikortsordningen for danske minimumsbeskattede investeringsinstitutter.

Som ovenfor nævnt er der også gjort undtagelser fra de almindelige regler om indeholdelse af kildeskat baseret på, hvad de minimumsbeskattede investeringsinstitutter konkret investerer i. I den-

ne situation er der således ikke tale om særregler for indkomst ind i investeringsinstituttet, men særregler for instituttets indeholdelse af kildeskat ved udlodning af indkomst. I visse situationer er det accepteret, at investeringsinstituttet ikke skal indeholde kildeskat. Dette uanset at der ellers generelt skal indeholdes kildeskat ved udlodninger fra selskaber, uanset hvad disse selskaber investerer i.

For investeringsinstitutter med minimumsbeskatning gælder der yderligere den særregel, at der ikke skal indeholdes kildeskat, hvis det minimumsbeskattede investeringsinstitut udelukkende investerer i obligationer eller afledte finansielle instrumenter. En sådan særregel gælder ikke for investeringsselskaber, hvor de almindelige regler for indeholdelse af kildeskat finder anvendelse. I forhold til de minimumsbeskattede investeringsinstitutter er der således anlagt en større grad af transparenstankegang også i forhold til indeholdelse af kildeskatter.

Den manglende indeholdelse af kildeskat har ikke betydning for danske investorer, som under alle omstændigheder vil være skattepligtige af minimumsindkomsten. Udenlandske personer og selskaber er dog ikke begrænset skattepligtige af denne form for udbytte. Den manglende indeholdelse af kildeskat har således primært betydning for udenlandske investorer, som undgår dansk skat af dette udbytte. Det vil dog afhænge af reglerne i investors hjemland, hvorvidt investor er skattepligtig af udbyttet i hjemlandet.

Andelsklasser

Der er i de gældende regler begrænset mulighed for at oprette andelsklasser i investeringsinstitutter med minimumsbeskatning. Det indgår således som en udtrykkelig betingelse i definitionen af et investeringsinstitut med minimumsbeskatning, at beviser i instituttets afdelinger skal berettige alle deltagere i den pågældende afdeling til samme forholdsmæssige andel af årets afkast af hvert enkelt aktiv eller passiv i afdelingen. Når kravet om lige behandling af deltagerne er knyttet til afdelingsbegrebet, er begrundelsen, at afdelingerne udgør den relevante selvstændige skattemæssige enhed i et investeringsinstitut. Dvs. at det er afdelingen, der skattemæssigt betragtes som et selvstændigt skattesubjekt.

Det forhold, at afdelinger efter de selskabsretlige regler kan opdeles i andelsklasser, ændrer ikke ved, at det er afdelingen, som selskabsretligt udgør den økonomiske enhed. Andelsklasserne er hverken en juridisk eller økonomisk enhed og er dermed selskabsretligt ikke selvstændige enheder. Dette kommer også til udtryk ved, at det er alle deltagerne i en afdeling, som i fællesskab ejer alle de aktiver, der indgår i afdelingen, og at alle afdelingens deltagere hæfter i fællesskab for afdelingens forpligtelser. Den selskabsretlige opdeling har også betydning for den skattemæssige kvalifikation, hvor en andelsklasse ikke anses for at udgøre et selvstændigt skattesubjekt, men at være en del af det selvstændige skattesubjekt, som afdelingen udgør.

En opdeling af en afdeling i andelsklasser har som konsekvens, at deltagerne inddeles i forskellige kategorier, som har forskellige rettigheder i forhold til afkast og bærer af omkostninger. Andelsklassebegrebet går dog videre end fx et aktieselskabs opdeling i forskellige aktieklasser, i og med at mulighederne for differentiering er langt bredere.

Der er efter skattereglerne adgang til oprettelse af andelsklasser, hvor der differentieres på grundlag af administrationsomkostninger, valuta og faktisk/teknisk udbetalende. Dette er muligt, da en sådan differentiering kan indeholdes i den skattemæssige definition af investeringsinstitutter med minimumsbeskatning. Den beskrevne opdeling i andelsklasser ændrer således ikke afgørende på beskattningen af investorerne, og skattemæssigt er det derfor stadig muligt at fastholde, at det er

afdelingen, der skattemæssigt udgør den samlede enhed, og som dermed udgør det selvstændige skattesubjekt.

En videre adgang til skatteretlig differentiering gennem oprettelse af andelsklasser vil kunne åbne op for, at investorerne kan flytte deres investering rundt mellem forskellige investeringsprofiler uden den beskattning af realiserede gevinster, som ellers ville ske, hvis investor flyttede fra et selvstændigt skattesubjekt til et andet.

Med en udvidet adgang til oprettelse af andelsklasser vil det reelt blive muligt i en afdeling af et investeringsinstitut med minimumsbeskatning at etablere forskellige kategorier af investeringsinstitutter. Der kan således selskabsretligt oprettes andelsklasser, hvor de klassespecifikke aktiver primært er aktier, og andelsklasser, hvor de klassespecifikke aktiver primært er obligationer. Endvidere kan der oprettes andelsklasser med en forskellig udlodningsprofil, hvor en andelsklasse har profil som minimumsbeskattet, mens en anden har profil som et investeringsselskab. Fordi andelsklasser ikke udgør en selvstændig økonomisk enhed, vil der skatteretligt fortsat være tale om, at det er afdelingen, der udgør det relevante selvstændige skattesubjekt.

Hvis der i videre omfang gives mulighed for inden for det samme skattesubjekt at oprette andelsklasser, vil det kunne give mulighed for, at en investor ved at flytte andelsklasse fx kunne skifte fra en aktiebaseret til en obligationsbaseret klasse eller fra en aktiebaseret klasse med udlodning til en klasse med profil som et investeringsinstitut, uden at dette skifte i investeringsprofil vil udløse beskattning af realiserede gevinster. Dette vil være i modstrid med de regler, der gælder, hvis en afdeling ændrer status.

Hvis en afdeling ændrer status fra aktiebaseret til obligationsbaseret afdeling eller til et investeringsselskab, anses dette efter de gældende regler for et salg og genkøb for investorerne, som kan have skattemæssige konsekvenser. Tilsvarende gælder, hvor et investeringsselskab måtte ændre status til et aktiebaseret investeringsinstitut med minimumsbeskatning.

Derudover betyder andelsklassernes status som ikke selvstændige skattemæssige enheder, at det ved en differentiering på grundlag af klassespecifikke aktiver vil være muligt at flytte sådanne aktiver mellem andelsklasser uden skattemæssige konsekvenser. Dette i modsætning til overflytning mellem forskellige afdelinger, hvor et skift vil medføre afståelsesbeskatning. Investor afståelsesbeskattes af en gevinst eller opnår tabsfradrag i forbindelse med skiftet. Uden afståelsesbeskatning vil der ske en sammenblanding af obligations- og aktieafkast, hvilket vil medføre u hensigtsmæssige spekulationsmuligheder. Som eksempel kan nævnes, at investor har et latent tab ved investering i en aktieafdeling, som kan konverteres til et tab i en obligationsafdeling ved at skifte til denne og herefter afstå investeringsbeviset. Herved opnår investor tabsfradrag i kapitalindkomsten, hvilket ofte er mere fordelagtigt end et aktietab, da det ikke er kildeartsbegrænset.

Den begrænsede mulighed for oprettelse af andelsklasser i investeringsinstitutter (afdelinger) med minimumsbeskatning skal således ses i sammenhæng med, at det er afdelingen og ikke eventuelle andelsklasser, som udgør den skattemæssigt relevante enhed.

Hvis der skal være en udvidet adgang til oprettelse af andelsklasser i investeringsinstitutter med minimumsbeskatning, og hvis dette skal ske, uden at der er risiko for, at investorerne kan undgå en beskattning, som ellers ville blive udløst, vil dette i givet fald skulle kombineres med en ændring af andelsklassernes skattemæssige status, således at disse i skattemæssig henseende behandles som selvstændige skattesubjekter. Kun dermed vil det kunne sikres, at en investors flytning fra en

andelsklasse til en anden kan behandles som en skattemæssig afståelse (indløsning) af beviset og køb af et nyt bevis. Det vil samtidig sikre, at flytning af et klassespecifikt aktiv sidestilles med en afståelse med deraf følge beskatning hos investorerne ved opgørelse af en gevinst. Dette vil dog betyde, at opdelingen i andelsklasser reelt ikke vil få den af branchen ønskede effekt.

6.3 Investeringselskaber

6.3.1 Definition

Ved et investeringselskab forstås for det første et investeringsinstitut i henhold til UCITS-direktivet, dvs. det selskabsretlige direktiv om investeringsinstitutter, *jf. også gennemgangen i kapitel 4*. Herudover kan der være tale om et selskab mv., hvis virksomhed består i investering i værdipapirer mv., og hvor andele i selskabet på forlangende af ihændeagerne skal tilbagekøbes for midler af selskabets formue til en kursværdi, der ikke i væsentlig grad er mindre end den indre værdi⁴⁴. Der kan således være tale om et selskab, der er beliggende både inden for og uden for EU/EØS.

Med tilbagekøb sidestilles, at en tredjemand tilkendegiver over for selskabet, at enten den pågældende eller en anden fysisk eller juridisk person på forlangende vil købe enhver andel til en kursværdi, der ikke i væsentlig grad er mindre end den indre værdi.

Uanset at der ikke er pligt til tilbagekøb, anses et selskab for et investeringselskab, hvis selskabets virksomhed består i kollektiv investering i værdipapirer. Ved kollektiv investering forstås, at selskabet har mindst otte deltagere. Det vil sige, at hvis selskabet har mindre end otte investorer, er der ikke tale om et investeringselskab.

Ved værdipapirer mv. forstås navnlig aktier, investeringsbeviser, obligationer, andre pengefordringer og rettigheder over disse, samt finansielle kontrakter som nævnt i kursgevinstloven.

Ved investering forstås hovedsagelig anskaffelse af værdipapirer, herunder erhvervelse af forkøbsrettigheder og køberettigheder, lån og udlån af værdipapirer samt optagelse af lån for at finansiere en anskaffelse.

Investeringselskaber kan frit oprette andelsklasser.

Investeringsinstitutter, der er omfattet af reglerne om investeringsinstitutter med minimumsbeskatning, anses ikke som investeringselskaber. Dvs. at reglerne vedrørende de minimumsbeskattede investeringsinstitutter går forud for reglerne vedrørende investeringselskaberne. Hvis der er tale om et selskab, hvis formue gennem datterselskaber hovedsageligt investeres i andre værdier end værdipapirer, fx et holdingselskab, er der heller ikke tale om et investeringselskab.

6.3.2 Beskatning af investeringselskabet

Investeringselskaber er skattefri. Når der er tale om et investeringselskab, der er hjemmehørende i Danmark, betales der således ikke almindelig selskabsskat. Dette gælder også aktieselskaber, der kvalificeres som investeringselskaber.

⁴⁴ Jf. ABL § 19

Investeringselskaber er dog skattepligtige af udbytter fra danske selskaber. Udbyttet beskattes med 15 pct. Hvis investeringselskabet investerer i danske aktier, skal det danske selskab, når det udlodder udbytte til danske investeringselskaber indeholde 15 pct. kildeskat⁴⁵.

Investeringselskaber er dog ikke skattepligtige af udbytte modtaget fra investeringsinstitutter med minimumsbeskatning, hvis investeringsinstitutterne udelukkende investerer i fordringer omfattet af kursgevinstloven og i afledte finansielle instrumenter. Investeringselskaberne er heller ikke skattepligtige af udbytte fra investeringsinstitutter med minimumsbeskatning eller investeringselskaber, som efter vedtægterne ikke kan investere i aktier eller andele i selskaber, der er hjemmehørende i Danmark.

Hvis der er tale om investering i en udenlandsk aktie, er investeringselskaber ikke skattepligtige af udbytte herfra i Danmark. Der vil dog ofte være indeholdt kildeskat i udlandet. Hvis der er indgået en dobbeltbeskatningsoverenskomst med det pågældende land, vil det fremgå af denne overenskomst, hvor stor en kildeskat det fremgår af den konkrete dobbeltbeskatningsoverenskomst, vil investeringselskaber kunne tilbagesøge den for meget betalte skat hos myndighederne i det pågældende land, idet investeringselskaberne, uanset at de som udgangspunkt er skattefritaget, anses for et selvstændige skattesubjekter. Da investeringselskaber ikke betaler almindelig selskabsskat, kan investeringselskaber ikke i Danmark opnå lempelse for den udbytteskat, der er betalt i udlandet.

6.3.3 Beskatningen af investorer i et investeringselskab - gevinst og tab

Danske fuldt skattepligtige personer, der investerer i investeringselskaber, skal medregne gevinst og tab på aktier og investeringsbeviser mv. udstedt af investeringselskaber ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst. Dette gælder, uanset om investeringselskabet er hjemmehørende i Danmark eller i udlandet.

Gevinst og tab opgøres efter lagerprincippet, og for personer medregnes indkomsten til kapitalindkomsten. Dette gælder, uanset hvad investeringselskabet investerer i, og således uanset om investeringselskabet fx udelukkende investerer i aktier. Danske investorer vil også være skattepligtige som kapitalindkomst af eventuelle udbytter, som et investeringselskab måtte udlodde.

På samme måde som ved investering i aktier er udenlandske personer ikke skattepligtige i Danmark af gevinst og tab ved salg af aktier eller beviser i investeringselskaber.

Danske selskaber, der investerer i investeringselskaber, selskabsbeskattes af gevinst og tab på aktien eller beviset. Gevinst og tab lagerbeskattes. Udenlandske selskaber, der investerer i danske investeringselskaber, er ikke skattepligtige i Danmark af gevinst og tab på aktien eller beviset.

6.3.4 Beskatning ved udlodning af udbytter fra investeringselskaber

Hvis investeringselskabet foretager udlodning, vil danske personer være skattepligtige af udlodningen som kapitalindkomst. Danske selskaber vil tilsvarende skulle medregne udbyttet til den skattepligtige selskabsindkomst.

Udenlandske personer eller selskaber er begrænset skattepligtige af udbytter fra investeringselskaber. Det svarer til de regler, der gælder ved udenlandske investorers investeringer i almindelige selskabsbeskattede danske selskaber.

⁴⁵ Jf. KSL § 65, stk. 11, samt kildeskattebekendtgørelsen (bek. nr. 499 af 27. marts 2015) § 34

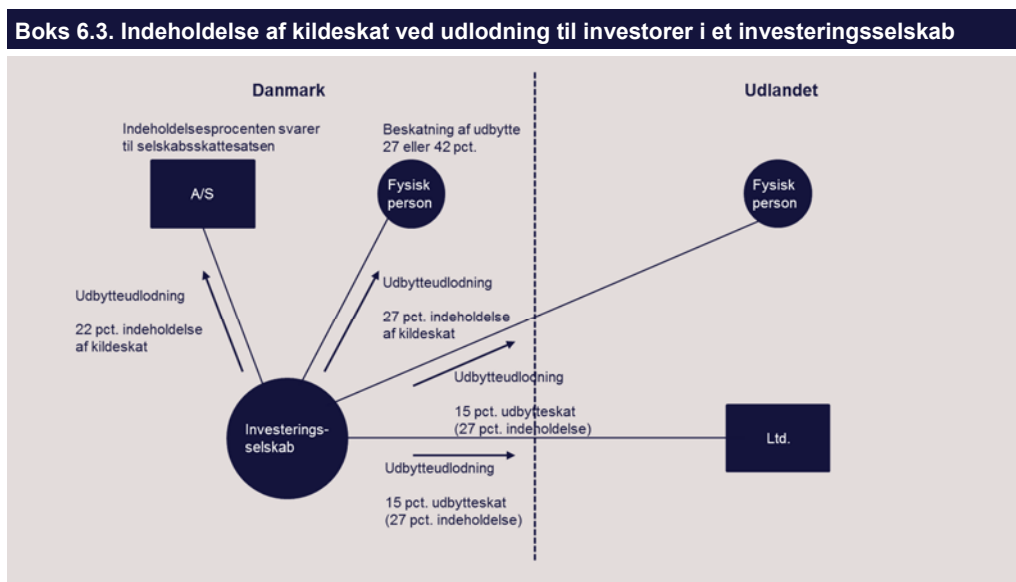
På samme måde som ved udlodning af udbytte fra andre selskaber skal danske investerings-selskaber, der foretager udlodning, indeholde en kildeskat på 22 pct. i udlodninger til selskaber, der er skattepligtige i Danmark.

I andre situationer skal der indeholdes en kildeskat på 27 pct. Det gælder således ved udlodning til personer eller til selskaber, der er hjemmehørende i udlandet. I medfør af kildeskattelovens § 2, stk. 6, udgør beskattningen for personer dog 15 pct., såfremt der sker udveksling af oplysninger mellem Danmark og den fremmede stat via en dobbeltbeskatningsoverenskomst eller anden aftale. Det samme gør sig gældende for selskaber, hvor beskattningen i medfør af selskabsskattelovens § 2, stk. 3, udgør 15 pct., såfremt der sker udveksling af oplysninger mellem Danmark og den fremmede stat via en dobbeltbeskatningsoverenskomst eller anden aftale. Dobbeltbeskatningsoverenskomster med investorens hjemland kan desuden medføre, at udbytteskatten skal sættes yderligere ned. Den udenlandske investor vil kunne foretage en tilbagesøgning af de overskydende beløb hos de danske skattemyndigheder.

Investerings-selskabet skal indeholde en kildeskat på 15 pct. ved udlodning til investerings-selskaber, der er hjemmehørende i Danmark samt til investeringsinstitutter med minimumsbeskatning, der er hjemmehørende i Danmark⁴⁶.

Et investerings-selskab skal ikke indeholde kildeskat ved udlodning til andre danske investerings-selskaber, hvis førstnævnte investerings-selskab efter dets vedtægter ikke kan investere i danske aktier bortset fra aktier i det administrations-selskab, som forestår selskabets administration⁴⁷.

Beskattningen af udbytte er illustreret i boks 6.3.



Ved udlodning af aktieudbytte til investorer hjemmehørende i udlandet skal et dansk udloddende selskab som udgangspunkt indeholde 27 pct. i udbytteskat. I medfør af kildeskattelovens § 2, stk. 6 eller selskabslovens § 2, stk. 3, udgør beskattningen dog 15 pct., såfremt der sker udveksling af oplysninger mellem Danmark og den fremmede stat via en dobbeltbeskatningsoverenskomst eller anden aftale. Dobbeltbeskatningsoverenskomster med investorens hjemland kan desuden medføre, at udbytteskatten skal sættes yderligere ned. Den udenlandske investor vil kunne foretage en tilbagesøgning af de overskydende beløb hos de danske skattemyndigheder.

⁴⁶ Jf. KSL § 65, stk. 11. jf. KSL § 65, stk. 9

⁴⁷ Jf. KSL § 65, stk. 10

6.3.5 Baggrund for reglerne

Overordnet set skal reglerne om investeringsselskaber sikre den rigtige beskattning i de tilfælde, hvor investeringsinstituttet ikke opfylder kravene til at være omfattet af reglerne for minimumsbeskattede investeringsinstitutter eller reglerne for kontoførende investeringsforeninger.

Reglerne skal sikre, at der ikke er forskel afhængigt af, om der for en dansk investor er tale om investering i danske eller udenlandske investeringsselskaber. Det vil for det første sige, at reglerne i så vidt muligt omfang er ens, og for det andet, at der ikke er mulighed for at opnå en gunstigere beskattning, hvis investeringen sker via et udenlandsk investeringsselskab.

Udgangspunktet i de gældende danske skatteregler er, at der ved en investering i en aktie sker beskattning som aktieindkomst, idet der herved i et vist omfang er taget højde for, at der allerede er sket en selskabsbeskattning i selskabet. Tidligere var aktieindkomsten således generelt set lavere beskattet end kapitalindkomsten. Et investeringsselskab kan investere i aktier, men det kan også investere i obligationer, hvor afkastet beskattes som kapitalindkomst. Hvis investor blev undergivet den lavere aktieindkomstbeskattning både for afkast af aktieinvesteringer og obligationsinvesteringer, ville der være mulighed for at nedbringe beskattningen af obligationsinvesteringer. Dette er baggrunden for, at investor beskattes af afkastet fra investeringsselskaber som kapitalindkomst.

Reglerne skal desuden sikre, at investorer hjemmehørende i Danmark ikke opnår skattemæssige fordele ved at investere i udenlandske nul- eller lavt beskattede selskaber, som akkumulerer deres overskud, hvorved investorerne får mulighed for at udskyde beskattningstidspunktet til ved afståelse af beviset i det udenlandske selskab. Dette er baggrunden for, at afkastet lagerbeskattes – også for personer.

I modsætning til ved de minimumsbeskattede investeringsinstitutter er der beskattning som kapitalindkomst, uanset hvad investeringsselskabet investerer i, og dermed også uanset at investeringsselskabet udelukkende investerer i aktier. Til forskel fra beskattningen af investorer i investeringsinstitutter med minimumsbeskattning er beskattningen af investorer i investeringsselskaber således ikke en modificeret transparensbeskattning. Beskattningen af investors investering i investeringsselskabet er uafhængig af den underliggende investering. Dette er bl.a. også baggrunden for, at der frit kan oprettes andelsklasser uden konsekvenser for investeringsselskabets skattemæssige kvalifikation.

Hvis ikke der var særlige regler om investeringsselskaber, ville der i en række tilfælde være tale om enheder, der efter de almindelige danske skatteregler ville være kvalificeret som selskaber eller selskabslignende enheder, der er undergivet almindelig selskabsbeskattning. Et udenlandsk investeringsinstitut, der udbyder sine produkter på det danske marked, ville dog ikke blive omfattet af dansk selskabsbeskattning, men ville efter al sandsynlighed være skattefri i sit hjemland. Hvis et dansk investeringsselskab var undergivet almindelig selskabsbeskattning, ville det således være markant dårligere stillet end sine udenlandske konkurrenter. Dette er baggrunden for, at investeringsselskaber generelt er skattefrie i Danmark.

Skatten på de 15 pct. af udbytter fra danske selskaber skal sikre beskattningen af disse udbytter – også i forhold til udenlandske investorer. Investeringsselskaber vil således ofte være akkumulerende, og dermed vil udenlandske investorer ofte realisere deres gevinst via salg af investeringsbeviset. Skatten på de 15 pct. ved udlodning ind i investeringsselskaber sikrer, at der også i disse situationer er beskattning af investeringer i danske selskaber.

Hvis der sker udlodning af udbytte fra et investeringsselskab, vil det være de almindelige regler om udlodning af udbytte fra selskaber, der som udgangspunkt finder anvendelse. Dvs. at der skal indeholdes 22 pct. i kildeskat ved udlodning til danske selskaber og 27 pct. ved udlodning til danske personer og udenlandske selskaber og personer. I forhold til udbyttebeskattning kan investeringsselskaberne således sammenlignes med almindelige selskaber, hvor der sker udbyttebeskattning i

flere led, dels ved udlodningen til investeringsselskabet, dels ved udlodningen fra investeringsselskabet til investor.

Dette udgangspunkt er dog fraveget i enkelte situationer. Der skal bl.a. ikke indeholdes kildeskat ved udlodning af udbytte fra et dansk investeringsselskab til et andet dansk investeringsselskab, hvis det førstnævnte investeringsselskab ikke må investere i danske aktier. Dette betyder dog omvendt, at der altid skal indeholdes kildeskat, hvis investeringsselskabet har mulighed for at investere i danske aktier. Derved er det sikret, at udbytte fra danske aktier altid beskattes, også selvom investeringen sker via et investeringsselskab.

Den manglende indeholdelse af kildeskat til investeringsselskaber gælder, hvor investeringsselskabet er dansk. I det omfang, der er danske investorer i disse investeringsselskaber, vil der ske beskattning af udbyttet. I det omfang, der er udenlandske investorer, vil der ikke ske dansk beskattning af udbyttet. Beskattningen af den udenlandske investor vil herefter afhænge af skattereglerne i investors hjemland.

6.4 Kontoførende investeringsforeninger

Kontoførende investeringsforeninger er investeringsforeninger, hvor der ikke udstedes et omsætteligt bevis for investors indskud. For hver investor fører investeringsforeningen i stedet en konto. Kontoførende investeringsforeninger er selvstændige skattesubjekter⁴⁸. Det er en betingelse, at medlemmer af den kontoførende investeringsforening ikke kan afstå deres andel i foreningen til andre end investeringsforeningen.

Investorer i kontoførende investeringsforeninger beskattes efter lov om beskattning af medlemmer af en kontoførende investeringsforening⁴⁹. Alle medlemmer er berettiget til samme forholdsmæssige andel af årets afkast af hver enkelt aktiv eller passiv i foreningen eller afdelingen. Det forholdsmæssige afkast mv. opgøres efter forholdet mellem andelens pålydende og pålydende af samtlige andele i foreningen eller afdelingen. Dette gælder imidlertid ikke pensionsafkastskattepligtige medlemmer.

6.4.1 Beskattning af den kontoførende investeringsforening

Den kontoførende investeringsforening er et selvstændigt skattesubjekt, men er reelt skattefri. Skattepligten for kontoførende investeringsforeninger omfatter således kun indtægt ved erhvervs-mæssig virksomhed samt fortjeneste eller tab ved afhændelse, afståelse eller opgivelse af formuegoder, der har eller har haft tilknytning til den erhvervs-mæssige virksomhed. Kontoførende investeringsforeningers handel med værdipapirer anses ikke for erhvervs-mæssig virksomhed.

6.4.2 Beskattningen af investorer i en kontoførende investeringsforening

Kontoførende investeringsforeninger udsteder ikke omsættelige beviser, hvorfor en beskattning efter reglerne i aktieavancebeskatningsloven ikke er relevant.

Et medlem af en kontoførende investeringsforening beskattes i stedet i overensstemmelse med reglerne i lov om beskattning af medlemmer af kontoførende investeringsforeninger. Efter disse regler beskattes investor direkte af foreningens indkomst, og foreningen skal opgøre sin indkomst efter de regler, der gælder for medlemmet. Der skal foretages en indkomstopgørelse på foreningsniveau, medlemsniveau og indkuds-niveau. Udenlandske investorer kan kun beskattes af de ind-

⁴⁸ Jf. SEL § 1, stk. 1, nr. 6.

⁴⁹ Lov nr. 1246 af 19. november 2011

komster, som vedkommende ville være begrænset skattepligtig af, hvis de var oppebåret uden en mellemkommende investeringsforening.

Udenlandske investorer beskattes også efter et transparensprincip. Således skal den kontoførende investeringsforening opgøre den udenlandske investors indkomst og indeholde skat heraf, som om der var investeret direkte i de underliggende værdipapirer.

6.4.3 Baggrund for reglerne

På tilsvarende måde som andre investeringsinstitutter er kontoførende investeringsforeninger reelt skattefrie, idet de typisk ikke vil have erhvervsmæssig indkomst. I stedet vil beskattningen ske hos medlemmet efter de særlige regler i Lov om beskattning af medlemmer af kontoførende investeringsforeninger (investeringsforeningsloven).

Regelsættet indebærer, at der i vidt omfang sker en beskattning af investor, som om investor selv direkte havde foretaget investeringen dvs. en transparent beskattning. I forhold til det transparensprincip, der gælder for investeringsinstitutter med minimumsbeskattning, er den transparente beskattning næsten fuldstændig, idet beskattningen sker direkte hos investor og ikke via en opgjort minimumsindkomst.

En fuldstændig transparent beskattning ville kræve, at der ved indtræden og udtræden af medlemmer sker en beskattning, som om de andre medlemmer havde solgt henholdsvis købt den andel af investeringerne, som det indtrædende eller udtrædende medlem køber/sælger. I en kontoførende investeringsforening finder der dog ikke en sådan beskattning sted.

Da reglerne for de kontoførende investeringsforeninger kræver en omfattende opgørelse af gevinst og tab hos de enkelte investorer, er de kontoførende investeringsforeninger ikke særligt velegnede i en situation med mange investorer. Kontoførende investeringsforeninger vil derfor typisk være relevante i situationer med få investorer, fx institutionelle investorer.

6.5 Akkumulerende investeringsforeninger

Akkumulerende investeringsforeninger er investeringsforeninger, der udsteder omsættelige beviser for medlemmernes indskud, og som ikke er investeringsselskaber eller investeringsinstitutter med minimumsbeskattning⁵⁰. Dvs. at hvis et investeringsinstitut ikke er omfattet af andre regler, så vil investeringsinstituttet være omfattet af reglerne for akkumulerende investeringsforeninger.

En akkumulerende investeringsforening kan frit vælge, hvorvidt den vil foretage udlodning til medlemmerne.

6.5.1 Beskattning af akkumulerende investeringsforeninger

Akkumulerende investeringsforeninger er selskabsskattepligtige. Dette indebærer, at de akkumulerende investeringsforeninger skal opgøre deres skattepligtige indkomst efter de samme regler, som gælder for aktieselskaber. Dvs. at der efter skattelovgivningens almindelige regler opgøres en indkomst, som beskattes med den almindelige selskabsskatteprocent.

⁵⁰ Jf. SEL § 1, stk. 1, nr. 5a

6.5.2 Beskatningen af investorer i en akkumulerende investeringsforening

Investorer i akkumulerende investeringsforeninger beskattes ved køb og salg af investeringsbeviserne efter de almindelige regler i aktieavancebeskatningsloven. Dvs. at investeringsbeviser i akkumulerende investeringsforeninger beskattes som almindelige aktier.

Udlodninger fra akkumulerende investeringsforeninger beskattes som almindeligt aktieudbytte og er reguleret efter de samme regler, som gælder for udbytter udbetalt af aktieselskaber. Akkumulerende investeringsforeninger skal således indeholde en kildeskat på 27 pct. af det samlede udbytte.

6.5.3 Baggrund for reglerne

Bestemmelsen i selskabsskatteloven vedrørende akkumulerende investeringsforeninger er reelt en opsamlingsbestemmelse, der sikrer, at investeringsforeninger der ikke falder ind under enten reglerne om investeringsselskaber eller reglerne om de minimumsbeskattede investeringsinstitutter, vil blive omfattet af reglerne for beskatning af akkumulerende investeringsforeninger.

Den almindelige selskabsbeskatning af den akkumulerende investeringsforening sikrer således at i de situationer, hvor der ikke sker en løbende beskatning af medlemmerne, enten via lagerbeskatning eller via beskatning af minimumsindkomsten, sker den løbende beskatning hos foreningen via en selskabsbeskatning.

Selskabsbeskatningen af den akkumulerende investeringsforening gør, at de akkumulerende investeringsforeninger ikke er særligt attraktive for investorer. Dette er formentlig årsagen til, at der kun findes meget få investeringsforeninger, der omfattes af reglerne om akkumulerende investeringsforeninger.

6.6 Skematisk oversigt

I tabel 6.1 er givet en oversigt over beskatningen af danske investeringsinstitutter, og i tabel 6.2 over beskatningen i Danmark af investorerne ved investering via danske investeringsinstitutter.

Tabel 6.1. Oversigt over den danske beskatning af danske investeringsinstitutter

Minimumsbeskattede investeringsinstitutter	Reelt skattefri. Det er en betingelse, at investeringsinstituttet opgør en minimumsindkomst.
Investeringselskaber	Kun skattepligtige af udbytte fra investeringer i danske aktier.
Kontoførende investeringsforeninger	Reelt skattefri. Det er en betingelse, at foreningen fører konti over medlemmernes investeringer.
Akkumulerende investeringsforeninger	Selskabsskattepligtige.

Tabel 6.2. Oversigt over beskattningen i Danmark ved investering via et dansk investeringsinstitut

	Type investor			
	Dansk person	Dansk selskab	Udenlandsk Person	Udenlandsk selskab
Investeringsinstitut med minimumsbeskatning				
<i>Gevinst og tab</i>	Skattepligt Aktieindkomst/kapital indkomst Realisationsbeskatning	Skattepligt Selskabsindkomst Lagerbeskatning	Skattefri	Skattefri
<i>Udbytte</i>	Skattepligt af minimums- indkomst Aktieindkomst /kapitalindkomst	Skattepligt af minimumsindkomst Selskabsindkomst	Skattepligt af mini- mumsindkomst	Skattepligt af minimums indkomst
Investeringselskaber				
<i>Gevinst og tab</i>	Skattepligt Kapitalindkomst Lagerbeskatning	Skattepligt Selskabsindkomst Lagerbeskatning	Skattefri	Skattefri
<i>Udbytte</i>	Skattepligt Kapitalindkomst	Skattepligt Selskabsindkomst	Skattepligt	Skattepligt
Kontoførende Investeringsforeninger				
<i>Gevinst og tab</i>	Skattepligt	Skattepligt	Skattefri	Skattefri
<i>Udbytte</i>	Transparent beskatning Aktieindkomst /kapitalindkomst	Transparent beskatning Selskabsindkomst	Transparent beskatning	Transparent beskatning
Akkumulerende investe- ringsforeninger				
<i>Gevinst og tab</i>	Skattepligt Aktieindkomst Realisationsprincip	Skattepligt Selskabsindkomst Lagerprincip	Skattefri	Skattefri
<i>Udbytte</i>	Skattepligt Aktieindkomst	Skattepligt Selskabsindkomst	Skattepligt	Skattepligt

7. Virkningen af de gældende regler om beskatning af forskellige investeringsmuligheder

7.1 Indledning

I dette kapitel redegøres for virkningen af de gældende skatteregler ved forskellige investeringsmuligheder - direkte og navnligt indirekte investeringer via enten minimumsbeskattede institutter eller investeringsselskaber.

Forskellen på de forskellige investeringsmuligheder kan for danske personer bl.a. være, om beskatningen sker som kapitalindkomst eller som aktieindkomst. Endvidere kan forskellen være, om beskatningen sker efter lager- eller realisationsprincippet. Det viser sig, at disse forskelle primært har betydning for investeringer i aktier, og at opgørelsesprincippet er mindre vigtigt i forhold til, hvilken indkomst afkastet henregnes til. Dette skyldes først og fremmest, at aktieindkomst for de fleste investorer beskattes betydelig mere lempeligt end kapitalindkomst. Ca. 85 pct. af investorerne med positiv aktieindkomst vil opleve en skattestigning på mindst 5 pct.-point, hvis dette afkast i stedet blev henregnet til kapitalindkomsten.

Dernæst har opgørelsesprincippet alene betydning for en andel af afkastet, nemlig eventuelle urealiserede kursgevinster. Mens hele afkastet beskattes løbende under lagerprincippet, kan beskatningen af urealiserede gevinster derimod udskydes under realisationsprincippet, indtil investeringen realiseres.. Afkastet fra investeringer i obligationer vurderes primært at bestå af renteindtægter, som realiseres løbende, hvormed opgørelsesprincippet ikke vurderes at have afgørende betydning i forhold til investering i obligationer. Opgørelsesprincippet har derimod større betydning ved investering i aktier, da en relativt stor andel af afkastet kan bestå af urealiserede gevinster. Da der alene er tale om en tidsmæssig forskydning af skattebetalingen, har opgørelsesprincippet dog selv ved

investering i aktier begrænset betydning for investor i forhold til evt. forskelle i skattesatserne mellem aktie- og kapitalindkomst.

For danske personer er det ikke alene størrelsen af kapitalafkastet, men også investors øvrige indkomstforhold, der er afgørende for beskatningen. Afsnit 7.2. belyser betydningen af forskellen mellem aktie- og kapitalindkomst for forskellige investortyper. Betydningen af opgørelsesprincippet, altså lager- kontra realisationsbeskatning, belyses i afsnit 7.3.

Afsnit 7.4 gennemgår forskellene mellem direkte investeringer og investeringer via minimumsbeskattede institutter og investeringsselskaber for danske personlige investorer.

Afkast fra minimumsbeskattede institutter beskattes forholdsvist neutralt i forhold til direkte investeringer, både ved aktie- og obligationsbaserede investeringer. På flere punkter er det dog forbundet med skattemæssige fordele at investere via et minimumsbeskattet investeringsinstitut frem for direkte i de underliggende aktiver. Det skyldes bl.a., at der er fradrag for administrationsomkostningerne i instituttet, hvilket ikke er tilfældet ved direkte investeringer. Afkastet fra investeringsselskaber beskattes også tilnærmelsesvist neutralt i forhold til direkte investering i obligationer. Dette er derimod ikke tilfældet i forhold til direkte investering i aktier.

Afkast fra obligationer beskattes således i vid udstrækning neutralt på tværs af de forskellige investeringsformer. Dette er ikke tilfældet for investeringer i aktier, hvor afkastet i investeringsselskaberne beskattes som kapitalindkomst efter lagerprincippet. Ved direkte investeringer og investeringer via minimumsbeskattede investeringsinstitutter beskattes afkastet derimod som aktieindkomst efter realisationsprincippet.

Forskellene indebærer, at danske personer i vid udstrækning kan opnå en neutral beskatning ved investering via minimumsbeskattede investeringsinstitutter (dog med tendens til, at det faktisk er mere fordelagtigt at investere i aktiebaserede minimumsbeskattede institutter frem for direkte i aktier), hvilket derimod ikke er tilfældet i investeringsselskaberne. De fleste investorer beskattes mere lempeligt af afkastet fra de minimumsbeskattede institutter, særligt ved investering i aktier.

Afsnit 7.5 gennemgår forskellene i beskatningen mellem de forskellige investeringsformer for udenlandske investorer. Her knytter forskellene sig alene til beskatningen af udbytteudlodninger enten fra direkte investeringer i danske aktieselskaber eller fra investeringer via investeringsinstitutter.

Udenlandske investorer er kun skattepligtige til Danmark af den del af afkastet, der er udbytte. Dette indebærer, at udenlandske investorer som udgangspunkt ikke kan opnå en neutral beskatning ved at investere via udloddende investeringsinstitutter. Dette skyldes, at institutternes udlodning hidrører fra udbytter såvel som fra institutternes realiserede kursgevinster mv. Dermed bliver den udenlandske investor skattepligtig til Danmark af hele afkastet på de underliggende investeringer og ikke kun af den del, der består af udbytte, som det er tilfældet ved direkte investering i de underliggende aktiver. Udenlandske investorer kan derimod opnå neutral beskatning ved at vælge en akkumulerende afdeling, dvs. primært ved at investere via et investeringsselskab.

7.2 Betydningen af kapitalindkomst eller aktieindkomst

Skattesystemet indeholder progressionsgrænser, uanset om der er tale om kapital- eller aktieindkomst, hvorved afkastets størrelse er afgørende for beskattningen. Dermed illustreres betydningen af de to indkomsttyper bedst ved at betragte investorer med forskellige indkomstforhold.

Tabel 7.1 viser skattesatser og beløbsgrænser i 2015 med udgangspunkt i en ugift skatteyder. De særlige regler, der gælder for ægtefællers indkomstopgørelse, behandles ikke. Som følge af *Forårs-pakke 2.0* fra 2009 nedsættes beskattningen af negativ nettokapitalindkomst ud over 50.000 kr. gradvist frem til 2019, hvor fradraget når 24,9 pct.

Tabel 7.1. Satser og beløbsgrænser ved beskattning af aktie- og kapitalindkomst, 2015.

		Sats (Pct.)
Aktieindkomst	Aktieindkomst > 49.900 kr.	42
	Aktieindkomst ≤ 49.900 kr.	27
Kapitalindkomst	Positiv nettokapitalindkomst > 41.400 kr. og personlig indkomst over topskattegrænsen	42
	Positiv nettokapitalindkomst ≤ 41.400 kr.	37
	Positiv nettokapitalindkomst, under grænsen for personfradrag.	0
	Negativ nettokapitalindkomst ≤ 50.000 kr.	32,9
	Negativ nettokapitalindkomst > 50.000 kr.	28,9 (2015) 26,9 (2017) 24,9 (2019)

Anm.: Alle marginalsatser er i en gennemsnitskommune ekskl. kirkeskat (0,71 pct. i 2015). Skattesatsen for negativ nettokapitalindkomst ud over 50.000 kr. nedsættes med 1 pct.-point årligt til og med indkomståret 2019. Personfradraget udgør i 2015 32.600 kr. for personer under 18 år, og 43.400 kr. for personer, der er fyldt 18 år.

For ægtepar er beløbsgrænserne dobbelt så store.

Kilde: <http://www.skm.dk/skattetal/statistik/tidsserieoversigter/marginalskatteprocenter-1993-og-1998-2015/>

Det fremgår af tabel 7.1 at:

- Aktieindkomst og positiv nettokapitalindkomst over progressionsgrænserne beskattes ens. Satsen er således 42 pct. for begge indkomstarter, uanset om der er tale positive eller negative afkast på de enkelte aktiver. For investorer med store indkomster er det dermed ligegyldigt om, beskattningen sker som aktie- eller kapitalindkomst, givet at begge progressionsgrænser er fuldt udnyttede.
- Ved afkast under progressionsgrænserne beskattes aktieindkomst normalt lempeligere end kapitalindkomst. Kapitalindkomst er dog mest fordelagtig for personer, der ikke udnytter deres personfradrag til fulde, da afkastet i så fald er skattefrit. Fra 2017 bliver kapitalindkomst ligeledes mere fordelagtig for personer med negativ nettokapitalindkomst over 50.000 kr. Investorer uden lønindkomst har dermed fordel af, at afkastet henregnes til kapitalindkomsten, i det omfang deres personfradrag ikke er udnyttet på anden vis. Investorer med lave indkomster opnår som udgangspunkt den laveste beskattning, hvis afkastet henregnes til aktieindkomsten.

På baggrund af lovmodelberegninger er det i tabel 7.2 vist, hvordan skatteyderne i 2015 fordeler sig efter skatteprocenten for både nettokapitalindkomst (NKI) og for aktieindkomst. Eksempelvis fremgår det, at der i 2015 er ca. 31.300 skatteydere med negativ nettokapitalindkomst under 50.000 kr. med en skatteværdi på 32,9 pct., som samtidig har en aktieindkomst større end progressionsgrænsen på 49.900 kr.

Tabel 7.2. Fordeling af skatteydere på progressionstrin for nettokapitalindkomst og aktieindkomst, 2015.

Antal skatteydere	Progressionstrin aktieindkomst			
	Ingen	27 pct.	42 pct.	I alt
Progressionstrin nettokapitalindkomst				
Negativ NKI over 50.000/100.000 (24,9 pct.)	186.400	33.400	9.800	229.700
Negativ NKI under 50.000/100.000 (32,9 pct.)	2.618.500	346.100	31.300	2.995.900
Ingen kapitalindkomst	238.700	5.500	400	244.600
Positiv NKI, personfradrag (0 pct.)	142.900	15.600	200	158.700
Positiv NKI, bundskat af NKI (37,0 pct.)	789.900	290.600	19.300	1.099.800
Positiv NKI, topskat af NKI (42,0 pct.)	11.300	10.100	4.900	26.300
I alt	3.987.700	701.300	66.000	4.755.000

Anm.: Tal markeret med fed indikerer, at forskellen mellem den nominelle skattesats for nettokapitalindkomst og aktieindkomst er relativt stor (mindst 5 pct.-point). Det er både NKI og aktieindkomst fra investorenes direkte og indirekte investeringer, der ligger til grund for fordelingen.

Kilde: Lovmodelberegninger på en stikprøve på 3,3 pct. af befolkningen i 2012 fremskrevet til 2015 med august 2014-forudsætninger.

Af tabel 7.2 kan det udledes at:

- Progressionsgrænsernes niveau betyder, at ganske få personer beskattes på de øverste trin. Det er således blot 26.300 personer eller ca. 1/2 pct. af det samlede antal skatteydere, der betaler topskat af positiv nettokapitalindkomst. Ca. 765.000 skatteydere har aktieindkomst, hvoraf det kun er ca. 65.000 (ca. 8 pct.), der beskattes med den høje aktieindkomstskattesats på 42 pct.
- Godt 720.000 skatteydere med både aktieindkomst og nettokapitalindkomst har en forskel i marginals-katten for deres nettokapitalindkomst hhv. aktieindkomst på mindst 5 pct.-point, svarende til ca. 15 pct. af skatteyderne.
- Ca. 85 pct. af investorerne med aktieindkomst beskattes betydeligt lempeligere af aktieindkomst end af kapitalindkomst.
- Den vægtede skattesats, på baggrund af antal skatteydere, for aktieindkomst kan opgøres til ca. 28 pct., mens den vægtede skattesats for kapitalindkomst kan opgøres til godt 32 pct.

Når det skal vurderes, hvilken betydning det har for en personlig investor, om afkastet henregnes til aktieindkomsten eller til kapitalindkomsten, er det nødvendigt at vurdere investors specifikke forhold i sammenhæng med de to forskellige indkomstarter. Boks 7.1-7.3 illustrerer derfor betydningen af reglerne for tre forskellige investortyper. Først tages der udgangspunkt i en investor med afkast *under* progressionsgrænserne, mens eksemplet i boks. 7.2 omhandler en investor *over* progressionsgrænserne. Boks 7.3 beskriver reglerne for en investor med tab.

I forhold til vurderingen af, om beskattning som aktieindkomst eller kapitalindkomst er en fordel, er centrale elementer udover progressionsgrænserne – skattesatser, behandlingen af tab i forhold til kildeartsbegrænsning og modregning i anden indkomst samt bagatelgrænsen for fradrag.

Boks 7.1. Investor med afkast under progressionsgrænserne.

Aktieindkomst op til progressionsgrænsen på 49.900 kr. beskattes med 27 pct., hvorimod positiv nettokapitalindkomst op til 41.400 kr. beskattes med 37,0 pct. (ekskl. kirkeskat) i en gennemsnitskommune. Derfor vil det være en fordel for en investor med positivt afkast først og fremmest at have aktieindkomst op til progressionsgrænsen på 49.900 kr. Det vil dernæst være en fordel, at yderligere investeringsafkast fremkommer i form af kapitalindkomst, indtil progressionsgrænsen for nettokapitalindkomst er udnyttet, således at progressionsgrænserne for både aktieindkomst og for kapitalindkomst udnyttes fuldt ud.

Det fremgår dog af tabel 7.2, at det alene er ca. 30 pct. af skatteyderne med positiv nettokapitalindkomst under progressionsgrænsen, der har aktieindkomst.

For investorer med negativ nettokapitalindkomst op til 50.000 kr. udgør skattesatsen 32,9 pct. i 2015, således at det også for disse er fordelagtigt at opnå yderligere afkast i form af aktieindkomst, indtil progressionsgrænsen på 49.900 kr. er udnyttet.

I 2015 er skattesatsen for negativ nettokapitalindkomst ud over 50.000 kr. 28,9 pct., således at det også i denne situation er fordelagtigt at opnå yderligere afkast i form af aktieindkomst, indtil progressionsgrænsen på 49.900 kr. er udnyttet.

I 2017 vil skattesatsen (ekskl. kirkeskat) for negativ kapitalindkomst ud over 50.000 kr. som led i overgangsreglerne i Forårspakke 2.0 være faldet til 26,9 pct. og dermed mindre end den laveste sats for aktieindkomst. Skattesatsen falder yderligere til 24,9 pct. fra og med 2019. For skatteyderne med negativ nettokapitalindkomst ud over 50.000 kr. vil det i denne situation være en fordel at modtage yderligere afkast som kapitalindkomst, indtil den negative nettokapitalindkomsten bliver mindre end 50.000 kr.

Boks 7.2. Investor med afkast over progressionsgrænserne.

Både aktieindkomst og positiv nettokapitalindkomst over progressionsgrænserne beskattes med en skattesats på 42 pct. (ekskl. kirkeskat). Da skattesatsen under progressionsgrænsen er lavere for aktieindkomst end for kapitalindkomst, er det fordelagtigt at realisere afkast som aktieindkomst op til progressionsgrænsen på 49.900 kr. Det vil dernæst være en fordel, at yderligere afkast fremkommer i form af kapitalindkomst, indtil progressionsgrænsen for nettokapitalindkomst er udnyttet, således at progressionsgrænserne for både aktieindkomst og kapitalindkomst udnyttes fuldt ud.

Ca. 40 pct. af skatteyderne med progressivt beskattet nettokapitalindkomst har ikke aktieindkomst. *jf. tabel 7.2.*

Når begge progressionsgrænser er fuldt udnyttede, er det uden betydning for beskatningen, om positivt kapitalafkast fremkommer som aktieindkomst eller som kapitalindkomst.

Boks 7.3. Investor med tab.

Tab på noterede aktier, herunder beviser i aktiebaserede minimumsbeskattede investeringsinstitutter, kan alene modregnes i positive afkast fra andre noterede aktier mv., dvs. at tabet er kildeartsbegrænset. Et herefter overskydende tab kan trækkes fra i efterfølgende indkomstår i aktieindkomst vedrørende noterede aktier mv. Skatteværdien af tabet kan således udgøre 27 pct. eller 42 pct., alt efter størrelsen af årets samlede aktieindkomst og tabets størrelse.

Tab på kapitalindkomstbeskattede aktiver, herunder beviser i obligationsbaserede minimumsbeskattede investeringsinstitutter og i investeringsselskaber, reducerer skatteyderens nettokapitalindkomst i tabsåret. Skatteværdien af tabet afhænger således af skatteyderens øvrige indkomstforhold men ligger mellem 24,9 pct. (fra 2019) og 42 pct., *jf. tabel 7.1.*

Tab på investeringsbeviser i et obligationsbaseret minimumsbeskattet investeringsinstitut og tab på investeringsbeviser i et investeringsselskab vil kunne fradrages fuldt ud i tabsåret på lige fod med anden negativ kapitalindkomst, herunder renteudgifter og tab på direkte ejede obligationer. Gevinst og tab ved afståelse af investeringsbeviser i obligationsbaserede minimumsbeskattede investeringsinstitutter er dog omfattet af bagatelgrænsen på 2.000 kr. på samme måde som investors direkte investering i obligationer og andre fordringer. Investeringsbeviser i investeringsselskaber er ikke omfattet af bagatelgrænsen.

Hvorvidt det er mest gunstigt, at investeringsafkast medregnes ved den ene indkomststart frem for den anden, beror således på investeringens størrelse og afkastet heraf. Investors øvrige økonomiske forhold er ligeledes af betydning, herunder forhold der bevirker, at afkast fra kapitalindkomstbeskattede investeringsbeviser kan modregnes i øvrig negativ kapitalindkomst fx i form af renteudgifter på boliggæld.

For skatteydere, der opnår en stor kapitalindkomst, har størrelsen på den personlige indkomst også betydning for beskatningen af afkastet, da topskattegrundlaget består af personlig indkomst med tillæg af positiv nettokapitalindkomst over 41.400 kr. (2015).

For personer uden anden indkomst, som fx børn, gælder det endvidere, at det vil være optimalt, at kapitalafkast fremkommer i form af kapitalindkomst, i et sådant omfang, at skatten heraf modsvarer skatteværdien af personfradraget. Det skyldes, at skatteværdien af personfradraget ikke kan modregnes i den proportionale aktieindkomstskat på 27 pct.

Der er således mange parametre, der er afgørende for, om investor foretrækker at modtage investeringsafkast i form af aktie- eller kapitalindkomst. De fleste investorer beskattes dog mere lempeligt af positive afkast, hvis disse realiseres som aktieindkomst *jf. tabel 7.1.* Dette skyldes, at flertallet af investorerne beskattes af aktieindkomst på det laveste progressionstrin med en sats på 27 pct., samtidig med at skattesatsen på kapitalindkomst for flertallet er på mindst 32,9 pct.

7.3 Betydningen af realisations- eller lagerprincippet

Dette afsnit gennemgår betydningen af, hvorvidt investors afkast opgøres efter realisations- eller lagerprincippet. Det viser sig, *jf. nedenstående gennemgang*, at opgørelsesprincippet primært har betydning ved investeringer i aktier og desuden er af mindre betydning i forhold til evt. forskelle i skattesatsen.

Investeringer via minimumsbeskattede investeringsinstitutter beskattes ligesom direkte investeringer efter realisationsprincippet. Hertil kommer, at realisationsprincippet danner grundlag for opgø-

relsen af hovedparten af minimumsindkomsten. Investeringer via et investeringsselskab beskattes derimod efter lagerprincippet. For en beskrivelse af de to principper henvises der til boks 5.2.

Realisationsprincippet betyder, at investor først betaler skat af værdistigninger, når investeringen realiseres. Ved investering via minimumsbeskattede investeringsinstitutter sker dette, når investeringsbeviset sælges, eller når investeringsinstituttet realiserer værdistigninger. Det betyder, at beskatningstidspunktet kan udskydes i forhold til optjeningen af indkomsten, og at investor beholder forrentningen (efter skat) af den udskudte skat.

Dette er i modsætning til investering via investeringsselskaber, hvor beskattningen sker ved lagerprincippet. Dermed beskattes investor løbende på baggrund af udviklingen i aktivets værdi, i dette tilfælde af værdien af investeringsbeviset, der bestemmes af værdien af investeringsselskabets aktiver. Den løbende beskatning betyder, at forrentningen tilfalder det offentlige. Herved vil investors afkast efter skat alt andet lige være mindre, end det er tilfældet ved en realisationsbeskattet investering.

Realiserede afkast beskattes løbende, uanset om den skattepligtige skal anvende realisationsprincippet eller lagerprincippet. Dette gælder således renteindtægter og udbytter samt realiserede kursavancer på aktier og obligationer. Investeringsinstituttets urealiserede kursavancer beskattes derimod kun løbende, når lagerprincippet anvendes.

I forhold til investeringer i aktier er der normalt kun små urealiserede kursgevinster i forbindelse med obligationsinvesteringer, hvormed opgørelsesprincippet oftest har mindre betydning for beskattningen af obligationsinvesteringer. I perioder, hvor der er store udsving i de gennemsnitlige årlige renteniveauer, vil kursudsving dog kunne udgøre en større andel af afkastet på obligationer. Et stigende renteniveau medfører et kurstab på obligationer, hvorved lagerprincippet giver hurtigere adgang til fradrag. Et faldende renteniveau indebærer derimod kursgevinster, hvorved lagerprincippet til gengæld resulterer i en løbende beskatning. Muligheden for skatteudskydelse ved realisationsprincippet er således kun relevant ved faldende renteniveauer på årsbasis. Da afkastet fra obligationer desuden beskattes som kapitalindkomst, både ved direkte og indirekte investering, indebærer dette, at beskattningen af obligationer i vid udstrækning er neutral på tværs af investeringsformer.

Opgørelsesprincippet har derimod større betydning for aktieinvesteringer, hvor en betydelig del af afkastet fremkommer i form af urealiserede kursgevinster.

For en personlig investor medfører anvendelse af lagerprincippet i modsætning til realisationsprincippet, at der sker beskatning af gevinst eller tab af årets værdistigninger eller -fald, selvom investor ikke har realiseret hverken gevinst eller tab ved salg af investeringsbeviset. Dette kan medføre, at investor ved investering via et aktiebaseret investeringsselskab enten skal anvende en del af sin øvrige indkomst eller formue til at betale skatten eller alternativt afstå en andel af sine investeringsbeviser for at kunne betale skatten.

Med en investering på 500.000 kr. og et årligt afkast på fx 5 pct. udgør skatten dog maksimalt 10.500 kr. årligt eller 875 kr. månedligt. Mange af de husholdninger, der har mulighed for at investere et beløb i denne størrelsesorden, vil formentligt kunne dække et sådant beløb i deres løbende indkomstdisponering, således at det ikke er nødvendigt at afstå investeringsbeviser til skattebetalingen. Det gælder endvidere, at der ikke er noget lovgivningsmæssigt, der hindrer, at et investeringsselskab foretager udlodninger af investeringsafkastet, således at investor modtager likviditet til

at afregne skatten. Da der heller ikke er begrænsninger med hensyn til andelsklasser i investerings-selskaber, vil investeringsselskabet ydermere kunne oprette særlige andelsklasser til de investorer, der foretrækker en særlig udlodningsprofil.

Herudover medfører lagerprincippet, at der er fradrag for latente tab, uden at det er nødvendigt at afstå beviset. Ved en direkte investering kan tabsfradrag kun opnås ved at afstå aktivet og dermed realisere tabet. Ved investering via et investeringsselskab er dette ikke nødvendigt, da lagerprincippet indebærer, at fradraget opnås med den løbende opgørelse af indkomsten. Hermed kan investor opnå fradrag for latente tab uden omkostningen forbundet med realisation.

På grund af den progressive beskatning af aktieindkomst og kapitalindkomst kan tab i ét år have en lavere skatteværdi end gevinster i et andet år – og omvendt. Investeringer, der før skat går i nul, kan dermed efter skat gå i minus – og omvendt. Lagerprincippet forstærker denne effekt.

Uanset at der både kan være fordele og ulemper ved lagerbeskatningen, kan den løbende beskatning kombineret med beskatningen af aktieafkast som kapitalindkomst for mange personlige investorer medføre, at det ikke er attraktivt at investere for frie midler via investeringsselskaber. Dette kan til dels forklare den markante overvægt af privates investeringer i de minimumsbeskattede investeringsinstitutter, *jf. kapitel 2*.

Realisationsbeskatningen hos de minimumsbeskattede investeringsinstitutter kan på den anden side give anledning til såkaldte indlåsnings effekter, hvor institutterne fastholder de underliggende investeringer uhensigtsmæssigt længe. Dette skyldes, at institutterne kan afstå fra at foretage optimale formueomplaceringer, hvorved skatteudskydelsen hos investorerne maksimeres, samtidig med at instituttet undgår en reduktion af dets volumen, som den traditionelle udlodning af minimumsindkomsten ellers ville medføre. Dette er ikke optimalt fra et samfundsøkonomisk perspektiv, men kan alligevel være i investors interesse pga. gevinsten ved skatteudskydelse.

Realisationsbeskatning og gevinsten ved skatteudskydelse – et eksempel:

Eksemplet i boks 7.4 illustrerer, hvad forskellen i indkomstopgørelsesmetoden isoleret set betyder for investors afkast efter skat under standardiserede forudsætninger. Hvis investeringsperioden er otte år, mens det årlige afkast er 5 pct., og skattesatsen er 37 pct., fremgår det, at det årlige afkast efter skat er 0,19 pct.-point højere ved realisationsbeskatning end ved beskatning efter lagerprincippet.

Boks 7.4. Eksempel på forskellen mellem lager- og realisationsprincippet.

De to nedenstående tabeller viser beskatningsforløbet ved hhv. lager- og realisationsprincippet for en investering, hvor hele afkastet realiseres efter 8 år. Eksemplet minder således om en aktieinvestering, hvor selskabet ikke udbetaler udbytte. I begge tilfælde investerer investoren 1.000 kr. primo år 1, og investeringen genererer et årligt afkast på 5 pct., som beskattes med 37,0 pct. i begge tilfælde. Forskellen knytter sig således alene til opgørelsesprincippet.

Investeringsforløbet for den lagerbeskattede investor er vist i nedenstående tabel. Her ses, at det samlede afkast efter skat i år 8 udgør ca. 28,2 pct., når afkastet beskattes efter lagerprincippet. Dette svarer til en årlig forrentning efter skat på 3,15 pct.

Lagerprincip

År	Saldo primo. Kr.	Afkast. Kr.	Skat Kr.	Saldo ultimo. Kr.	Samlet afkast efter skat. Pct.
1	1.000	50	19	1.032	3,2
2	1.032	52	19	1.064	6,4
3	1.064	53	20	1.098	9,8
4	1.098	55	20	1.132	13,2
5	1.132	57	21	1.168	16,8
6	1.168	58	22	1.205	20,5
7	1.205	60	22	1.242	24,2
8	1.242	62	23	1.282	28,2

Beskattes samme investering efter realisationsprincippet, kan forløbet beskrives ved nedenstående tabel. Den beregnede skat illustrerer, hvad skatten vil være, hvis investoren realiserer sin investering i hhv. år 1, 2, 3... eller 8. Det ses, at det samlede afkast efter skat ved realisation i år 8 udgør ca. 30,1 pct. Dette svarer til en årlig forrentning efter skat på 3,34 pct.

Realisationsprincip

År	Saldo primo. Kr.	Afkast. Kr.	Saldo ultimo. Kr.	Skattegrundlag ved salg ult. året. Kr.	Skat. Kr.	Samlet afkast efter skat ved salg ult. året. Pct.
1	1.000	50	1.050	50	19	3,2
2	1.050	53	1.103	103	38	6,5
3	1.103	55	1.158	158	58	9,9
4	1.158	58	1.216	216	80	13,6
5	1.216	61	1.276	276	102	17,4
6	1.276	64	1.340	340	126	21,4
7	1.340	67	1.407	407	151	25,6
8	1.407	70	1.477	477	177	30,1

Det fremgår af boks 7.4, at det årlige afkast efter skat af den samme investering udgør 3,15 pct., når lagerprincippet anvendes, mens det udgør 3,34 pct. ved brug af realisationsprincippet. Det årlige afkast ved brug af realisationsprincippet er således i denne situation ca. 6 pct. højere end ved brug af lagerprincippet.

Som udgangspunkt er realisationsprincippet derfor mere attraktivt for investor, fordi beskattning af gevinster typisk sker på et senere tidspunkt end under lagerprincippet. Udskydelsen af beskattningstidspunktet indebærer en rentefordel for investor, der vokser med investors holdeperiode af investeringsbeviset og institutternes holdeperiode af de underliggende aktiver. Endvidere vokser fordelene ved realisationsprincippet med størrelsen af skattesatsen og de årlige afkast, da alle faktorer har betydning for størrelsen af den udskudte skat ved realisationsprincippet.

Betydningen af skattesatsens størrelse og investeringsperiodens længde illustreres i tabel 7.3. Her fremgår det, hvor meget højere skattesatsen skal være under realisationsprincippet i forhold til skattesatsen ved lagerprincippet for at modsvarer investors gevinst ved skatteudskydelsen. Hvis der regnes med en årlig forrentning på 5 pct., fremgår det fx, at en skattesats på 28,3 pct. under realisationsprincippet modsvarer af en skattesats på 25 pct. ved lagerprincippet, når investeringsperioden er 8 år.

Tabel 7.3. Skattesats ved realisationsprincip som modsvarer skattesatsen ved lagerprincippet for alternative investeringsperioder med en årlig forrentning på 5 pct.

Skattesats ved lagerbeskattet investering	Modsvarende skattesats ved realisationsbeskattet investering		
	Investeringsperiode		
	4 år	8 år	12 år
Pct.	Pct.	Pct.	Pct.
25	26,4	28,3	30,2
30	31,5	33,6	35,8
35	36,7	38,9	41,2
40	41,8	44,1	46,5

Merskatten, der modsvarer gevinsten ved skatteudskydelse, vokser med en stigende skattesats. Fx udgør den 3,3 pct.-point med en skattesats på 25 pct. og en investeringsperiode på 8 år, mens den udgør 4,1 pct.-point med en skattesats på 40 pct. ved samme investeringsperiode. Det fremgår endvidere, at merskatten vokser mere end proportionalt med investeringsperiodens længde.

Det samme billede gentager sig, hvis beregningerne foretages ved forskellige årlige afkast, *jf. tabel 7.4*. Med en investeringsperiode på 8 år er merskatten beregnet ved en årlig forrentning på henholdsvis 2 pct., 5 pct. og 8 pct. ved realisationsbeskattning.

Tabel 7.4. Skattesats ved realisationsprincip som modsvarer skattesatsen ved lagerprincippet for alternative renteniveauer ved en investeringsperiode på 8 år.

Skattesats ved lagerbeskattet investering	Modsvarende skattesats ved realisationsbeskattet investering		
	Årligt afkast		
	2 pct.	5 pct.	8 pct.
Pct.	Pct.	Pct.	Pct.
25	26,3	28,3	30,2
30	31,5	33,6	35,8
35	36,6	38,9	41,2
40	41,7	44,1	46,6

Det fremgår af tabel 7.4, at mens den skattesats, der under realisationsprincippet modsvarer en sats på 30 pct., under lagerprincippet udgør 31,5 pct. ved et afkast på 2 pct. årligt, så udgør den 33,6 pct. ved et afkast på 5 pct. og 35,8 pct. ved et afkast på 8 pct. Merskatten på henholdsvis 1,5 pct.-point, 3,6 pct.-point og 5,8 pct.-point vokser omtrent proportionalt med renteniveauet. Også her er merskatten voksende med en stigende skattesats. Fx. udgør den 3,3 pct.-point med en skattesats på 25 pct. og en rentesats på 5 pct., mens den udgør 4,1 pct.-point med en skattesats på 40 pct. og samme rentesats.

Det skal dog understreges, at forskellen kun vedrører urealiserede gevinster og tab. Dette indebærer som tidligere nævnt, at opgørelsesprincippet er af mindre betydning for obligationsinvesteringer. Dette skyldes, at størstedelen af afkastet vurderes at blive realiseret løbende i form af renteindtægter, hvormed det alene er beskattningen af evt. kursgevinster, der kan udskydes ved realisationsprincippet. Sammenholdt med, at kursgevinsterne på obligationer normalt er små i forhold til aktier, vurderes opgørelsesprincippet ikke at have afgørende betydning ved investering i obligationer.

Gevinsten ved skatteudskydelse under realisationsprincippet er desuden, for de fleste investorer, af mindre betydning sammenlignet med satsforskellene mellem aktie- og kapitalindkomst.

Det kan illustreres ved at betragte en investor, som både har positiv aktie- og kapitalindkomst, men hvor begge indkomsttyper er under progressionsgrænserne som beskrevet i afsnit 7.2. Dette er tilfældet for 290.600 danske investorer *jf. tabel 7.2*. En sådan investor foretager to aktiebaserede investeringer, som begge opnår et årligt afkast på 5 pct. og kun adskiller sig ved, at afkastet fra den ene investering beskattes som kapitalindkomst, mens afkastet fra den anden beskattes som aktieindkomst. Afkastet beskattes i så fald med henholdsvis 37 pct. og 27 pct. I et tænkt scenarie, hvor aktieindkomsten lagerbeskattes, og hvor kapitalindkomsten realisationsbeskattes, opstår der en afvejning mellem skattesatsen og muligheden for skatteudskydelse. Hvis en skatteudskydelse skal opveje en forskel i skattesats på 10 pct.-point, viser det sig, at investor skal holde sit investeringsbevis i 20 år. Hvis det årlige afkast hæves til fx 7 pct., kan vedkommende derimod nøjes med at holde sit bevis i 15 år. Der skal således høje afkast til, før en investor ved realistiske holdeperioder vil opleve, at gevinsten ved skatteudskydelsen overstiger omkostningen ved den høje skattesats i eksemplet foroven.

Det tænkte scenarie eksisterer dog ikke i virkeligheden, da der i skattereglerne ikke er mulighed for en afvejning mellem skattesats og beskattingsprincip. Dette skyldes, at investor både opnår muligheden for skatteudskydelse og den lave sats på aktieindkomst ved investeringer via aktiebaserede minimumsbeskattede institutter og ved direkte investeringer. Det modsatte gør sig gældende ved investering via investeringsselskaber, hvor afkastet altid lagerbeskattes, og hvor beskattningen altid sker som kapitalindkomst – også ved investering i aktiebaserede investeringsselskaber. I ovenstående eksempel svarer dette til en årlig beskattning på 37 pct. i investeringsselskaberne, hvorimod den samme person kunne opnå en beskattning på 27 pct. i fx et minimumsbeskattet investeringsinstitut, hvor skatten samtidig udskydes til realisation af investeringsbeviset eller det underliggende aktiv. Investoren i det ovenstående eksempel har således en entydig fordel ved at fravælge investeringsselskaberne til fordel enten for investering via de minimumsbeskattede institutter eller for direkte investeringer.

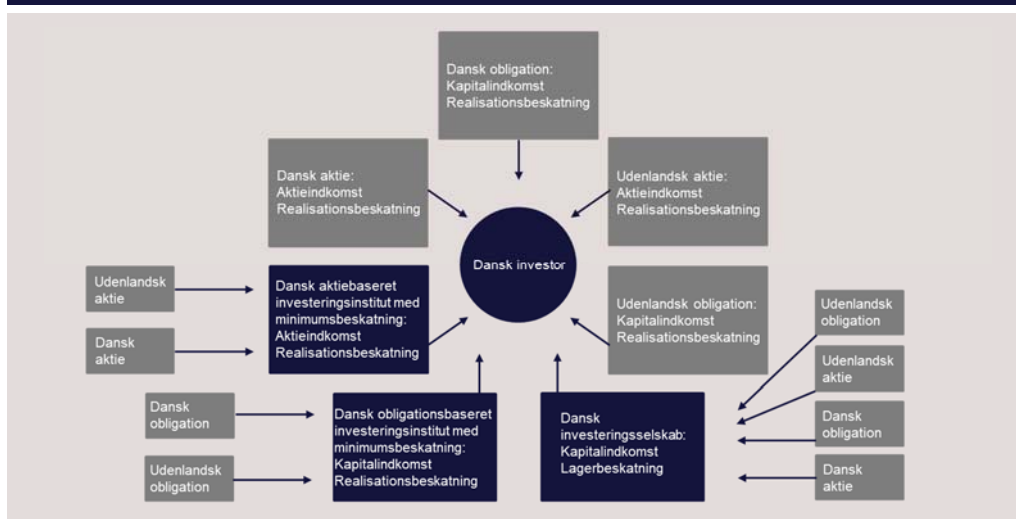
7.4 Sammenligning af beskatning ved direkte investering med investering via investeringsinstitut

Som det fremgår af kapitel 6, skal personlige investorer primært tage stilling til, om de vil investere direkte eller alternativt indirekte via et investeringsinstitut med minimumsbeskatning eller et investeringsselskab. Nærværende afsnit vil derfor alene fokusere på disse to typer af investeringsinstitutter, hvorved der ses bort fra fx kontoførende afdelinger.

Investor kan være et selskab eller en privat person, der fx investerer for frie midler eller med sin pensionsopsparing. For selskaber og pensionsopsparinger gælder, at der som altovervejende hovedregel er den samme form for beskatning, uanset om investeringen sker direkte eller via et investeringsinstitut. For selskaber gælder, at beskatningen vil ske som selskabsindkomst, og at opgørelsen som altovervejende hovedregel sker efter lagerprincippet. For pensionsopsparing gælder, at beskatningen sker efter de særlige regler i pensionsafkastbeskatningsloven, hvorefter opgørelsen sker efter lagerprincippet, og afkast beskattes med 15,3 pct. På den baggrund vil afsnittet fokusere på investeringer foretaget af private personer for frie midler.

Figur 7.1 illustrerer de muligheder, en dansk investor har for at investere i danske og udenlandske aktier og obligationer enten ved at investere direkte eller ved at investere gennem et investeringsinstitut med minimumsbeskatning eller et investeringsselskab.

Figur 7.1. Investeringsmuligheder for en dansk investor.



Anm.: Det fremgår ikke af figuren, at investeringsinstitutter med minimumsbeskatning har mulighed for at investere både i obligationer og aktier. Et institut klassificeres som aktiebaseret/obligationsbaseret, hvis mere end 50 pct. af de underliggende aktiver består af aktier/obligationer.

I boks 7.5 er anført de væsentligste forskelle for en dansk personlig investor ved at investere direkte eller via et minimumsbeskattet investeringsinstitut.

Boks 7.5. Danske personlige investorer: Minimumsbeskattet investeringsinstitut kontra direkte investering.

Ligheder:

- Afkastet fra aktier og obligationer beskattes efter et realisationsprincip – enten investors realisation eller investeringsinstituttets realisation.
- Afkast fra finansielle kontrakter lagerbeskattes – enten hos investor eller ved opgørelsen af minimumsindkomsten.
- Afkast fra aktiebaserede investeringsinstitutter, hvor mere end 50 pct. af formuen er investeret i aktier, henregnes til aktieindkomsten. Afkast ved direkte investering i aktier henregnes ligeledes til aktieindkomsten.
- Afkast fra obligationsbaserede investeringsinstitutter, hvor mere end 50 pct. af formuen er investeret i obligationer, henregnes til kapitalindkomsten. Afkast ved direkte investering i obligationer og finansielle kontrakter henregnes ligeledes til kapitalindkomsten.
- Gevinst og tab ved afståelse af investeringsbeviser i obligationsbaserede investeringsinstitutter er omfattet af bagatelgrænsen på 2.000 kr., der tilsvarende ved direkte investeringer gælder for investering i obligationer og andre fordringer.
- Realisationsprincippet kan medføre, at indkomstopgørelsen vedrørende gevinster og tab kan blive relativt kompleks, hvis der fx er investeret i flere aktier og investeringsbeviser af samme slags, hvorved gennemsnitsmetoden skal finde anvendelse.

Forskelle:

- Beskatningen i de minimumsbeskattede institutter indtræder først året efter, at instituttet har realiseret indkomsten, hvorimod beskatningen ved direkte investeringer indtræder i indkomståret, hvor realisation sker.
- Afkast fra aktier henregnes til kapitalindkomsten, hvis investering i aktier sker via et obligationsbaseret investeringsinstitut.
- Afkast fra obligationer og finansielle kontrakter henregnes til aktieindkomsten, hvis investering sker via et aktiebaseret investeringsinstitut.
- Minimumsindkomsten opgøres som et nettoafkast. Herved vil bruttotab på børsnoterede aktier i investeringsinstituttet ikke være kildeartsbegrænsede for danske investorer. For udenlandske investorer vil der desuden herved være tabsfradrag ved salg af aktier i modsætning til ved en direkte investering.
- Tab på investeringsbeviset, som skyldes tab på børsnoterede aktier, er ikke kildeartsbegrænsede, hvis investering i aktier sker via et obligationsbaseret investeringsinstitut.
- Tab på obligationer er kildeartsbegrænsede, hvis investering i obligationer sker via et aktiebaseret investeringsinstitut, og tabet realiseres ved afståelse af investeringsbeviset.
- Investor får fradrag for formueforvaltningsomkostningerne i institutter, modsat hvis vedkommende investerede direkte.
- Ved direkte investering i udenlandske aktier kan investor opnå lempelse for evt. indeholdt kildeskat i udlandet. Dette er ikke muligt ved investering via de minimumsbeskattede investeringsinstitutter, hvor investor alene opnår indirekte fradrag ved indkomstopgørelsen.

Som det fremgår af boks 7.5, er der store ligheder mellem beskatningen ved direkte investering og investering via et minimumsbeskattet investeringsinstitut. Beskatningen af minimumsindkomsten, som blandt andet baserer sig på investeringsinstituttets realisation af aktiver, betyder, at investor beskattes filnærmelsesvist på samme tidspunkt, som hvis investor selv havde investeret direkte og selv havde realiseret aktivet. Beskatningen sker dog året efter investeringsinstituttets realisation, da beskatningen sker på grundlag af den af investeringsinstituttet opgjorte minimumsindkomst.

På samme måde som ved direkte investering vil investering via et aktiebaseret investeringsinstitut blive beskattet som aktieindkomst, og tilsvarende vil investering i et obligationsbaseret investeringsinstitut blive beskattet som kapitalindkomst. Der er dog kun tale om et groft transparensprincip, idet det afgørende for, om investeringsinstituttet er aktiebaseret eller obligationsbaseret, er, om investeringsinstituttet overvejende investerer i aktier eller obligationer. Et aktiebaseret investerings-

institut kan således investere op til 49 pct. af sin formue i obligationer, og den overvejende del af afkastet i et obligationsbaseret institut kan komme fra aktier. På samme måde som ved investering via et investeringselskab vil investor derfor kunne opleve, at indkomst fra investering i aktier henregnes til kapitalindkomsten.

Obligationbaserede afdelinger har intet skattemæssigt incitament til at investere i aktier, hvorved de ikke kan drage nytte af det fillempede transparensprincip. De aktiebaserede afdelinger kan derimod opnå en skattemæssig fordel ved i relativt stort omfang at investere i obligationer og finansielle kontrakter, hvorved beskatningen af afkastet heraf vil blive henregnet til aktieindkomst for investor. Ved direkte investeringer i obligationer eller finansielle kontrakter ville afkastet blive henregnet til kapitalindkomsten. For de fleste investorer vil dette indebære en skattemæssig lempelse, *jf. afsnit 7.2*. I praksis viser det sig dog, at institutterne i vid udstrækning er "rene" i den forstand, at de relativt sjældent investerer både i aktier og obligationer i et betydeligt omfang⁵¹.

Herudover vil det kun delvise transparensprincip indebære, at et ellers kildeartsbegrænset tabsfradrag vil kunne modregnes i gevinster, hvor der ellers ikke ville kunne ske modregning ved direkte investering. I disse situationer vil det således være en fordel at investere via et investeringsinstitut.

Der er ved opgørelsen af minimumsindkomsten mulighed for at få fradrag for formueforvaltningsomkostninger. Dette er en fordel i forhold til direkte investering, hvor der ikke er mulighed for et sådant fradrag.

Der er i de minimumsbeskattede investeringsinstitutter tale om en forholdsvis kompliceret opgørelsesmetode, hvor opgørelsen som udgangspunkt baserer sig på investeringsinstitutets realisation. Opgørelsen foretages dog af investeringsinstitutet. Den enkelte investor vil dog have svært ved at gennemskue eller efterprøve opgørelsen, men må stole på, at investeringsinstitutet foretager opgørelsen korrekt.

Idet opgørelsen foretages af investeringsinstitutet, vil danske investorer have et incitament til at foretage investeringen i sådanne investeringsinstitutter, da det er nemmere for investor, særligt i forbindelse med afståelser.

I boks 7.6 er anført de væsentligste forskelle på at investere direkte eller via et investeringselskab.

⁵¹ Jf. Finanstilsynets statistikker er det blot knap 2 pct. af investeringsinstitutternes samlede formue, der er placeret i afdelinger med mindst 25 pct. aktier og obligationer.

Boks 7.6. Danske personlige investorer: Investeringselskab kontra direkte investering.

Ligheder:

- Afkast fra finansielle kontrakter lagerbeskattes, uanset om investeringen foretages direkte eller indirekte.
- Afkast fra obligationer og finansielle kontrakter henregnes til kapitalindkomsten ved begge investeringsformer.

Forskelle:

- Kursgevinster og tab på aktier og obligationer lagerbeskattes, når investeringen foretages via et investeringselskab. Afkastet fra direkte investeringer bliver derimod realisationsbeskattet.
- Afkast fra aktier henregnes altid til kapitalindkomsten ved investering via investeringselskaber, mens afkastet altid henregnes til aktieindkomsten ved direkte investeringer.
- Tab på aktier indgår i kapitalindkomsten og vil dermed ikke være omfattet af kildeartsbegrænsningen. Ved direkte investering i børsnoterede aktier kan tab kun fratrækkes i positive afkast fra børsnoterede aktier.
- Gevinst og tab ved afståelse af investeringsbeviser i investeringselskabet er ikke omfattet af bagatelgrænsen på 2.000 kr., der gælder for direkte investering i obligationer og andre fordringer.
- Ved direkte investering i udenlandske aktier kan investor opnå lempelse for evt. indeholdt kildeskat i udlandet. Dette er ikke muligt ved investering via investeringselskaberne, hvor investor alene opnår indirekte fradrag ved indkomstopgørelsen.
- Der er 15 pct. endelig kildeskat på udbytte fra danske aktier ind i investeringselskabet og 27 pct. ved udlodninger fra investeringselskabet. Ved direkte investering beskattes investor kun med 27 pct.
- Investor opnår fradrag for formueforvaltningsomkostningerne i investeringselskabet, da der kun sker beskatning af nettoafkastet. Dette er ikke muligt ved direkte investering.
- Enkel opgørelsesmetode ved investering via investeringselskab. Ved direkte investering skal der foretages avanceopgørelse ved hvert enkelt salg, hvor bl.a. gennemsnitsmetoden skal anvendes af investor.

Som det fremgår af boks 7.6, er forskellen mellem direkte investering og investering via et investeringselskab først og fremmest, at beskatningen altid sker som kapitalindkomst, uanset om der investeres udelukkende i aktier. Endvidere er forskellen, at afkastet altid opgøres efter lagerprincippet.

At beskatningen altid sker som kapitalindkomst og aldrig som aktieindkomst, har både fordele og ulemper for investor. Om det er en fordel eller en ulempe, afhænger af investors konkrete forhold. Det kan således ikke generelt konkluderes, at kapitalindkomstbeskatning altid vil være en ulempe, omend det vil være tilfældet for hovedparten af de danskere, der investerer i aktier, jf. afsnit 7.2. I forbindelse med indfasningen af *Forårspakke 2.0* fra 2009 vil beskatningen af stor negativ nettokapitalindkomst gradvist blive sænket, og for disse investorer vil beskatning som kapitalindkomst blive lavere end den laveste beskatning af aktieindkomst.

At afkastet altid opgøres efter lagerprincippet, medfører, at urealiserede gevinster kommer til beskatning. Sådanne gevinster ville for en almindelig personlig investor som altovervejende hovedregel ikke komme til beskatning før realisering, hvis investeringen var foretaget direkte. Dette vil isoleret set medføre en hårdere beskatning, idet beskatningen ikke kan udskydes. Forskellen mellem realisationsbeskatning og lagerbeskatning er gennemgået i afsnit 7.3.

Som det også gælder ved investering via minimumsbeskattede investeringsinstitutter, vil investor i et investeringselskab få fradrag for administrationsomkostningerne ved at foretage investeringen.

Sådant fradrag vil ikke kunne opnås ved direkte investering. På dette punkt er investering via et investeringsselskab således gunstigere end direkte investering.

I forhold til opgørelsen af det skattepligtige beløb er opgørelsen ved investering i et investeringsselskab mere enkel, idet der blot skal ses på forskellen mellem primo- og ultimoværdi. Dette er til forskel fra opgørelsen af en aktieavance, hvor investor fx skal kunne anvende gennemsnitsmetoden, hvis der investeres i flere aktier i samme selskab. Det er desuden enkelt, at der er fuld adgang til tabsfradrag, idet der ikke er kildeartsbegrænsning ved beskatning som kapitalindkomst.

De opridsede forskelle indebærer, at investeringer i aktier via et investeringsselskab ikke beskattes neutralt i forhold til direkte investering i aktier. Dette skyldes først og fremmest, at afkastet altid henregnes til kapitalindkomsten, og at indkomsten altid opgøres efter lagerprincippet. Som der fremgår af afsnit 7.2 og 7.3, vil dette for de fleste investorer indebære en hårdere beskatning. For investeringer i obligationer forholder det sig dog anderledes, da afkastet som hovedregel henregnes til kapitalindkomst, uanset om investeringen sker direkte eller indirekte. Samtidig består afkastet primært af renteindtægter, hvorved der ligeledes sker en løbende beskatning uanset investeringsform.

7.5 Sammenligning af investering i et minimumsbeskattet investeringsinstitut med investering i et investeringsselskab

I boks 7.7 er anført de væsentligste forskelle på at investere via et minimumsbeskattet investeringsinstitut eller via et investeringsselskab. For så vidt angår de minimumsbeskattede investeringsinstitutter, er der taget udgangspunkt i, at investering i aktier sker via et aktiebaseret investeringsinstitut, mens investering i obligationer sker via et obligationsbaseret investeringsinstitut.

Boks 7.7. Danske personlige investorer: Minimumsbeskattede investeringsinstitutter kontra investeringsselskaber.

Ligheder:

- Afkast fra finansielle kontrakter lagerbeskattes – enten ved opgørelsen af minimumsindkomsten eller ved investors indkomstopgørelse. Ved investering via et minimumsbeskattet investeringsinstitut medregnes indkomsten dog først året efter.
- Renteafkast og realiserede kursavancer fra obligationsbaserede minimumsbeskattede institutter og afkast fra finansielle kontrakter henregnes til investors kapitalindkomst, tilsvarende ved investering via et investeringsselskab.
- Investor har fradrag for formueforvaltningsomkostninger i begge typer af institutter.
- Investorerne kan ikke opnå lempelse for evt. indeholdt kildeskat i udlandet, hvis institutterne investerer i udenlandske aktier. I begge typer institutter vil investor dog opnå indirekte fradrag ved indkomstopgørelsen.

Forskelle:

- Afkast fra aktier og obligationer realisationsbeskattes ved investering via et minimumsbeskattet investeringsinstitut, mens det lagerbeskattes ved investering via et investeringsselskab.
- Afkast fra aktier henregnes til aktieindkomsten ved investering via et minimumsbeskattet investeringsinstitut, mens det henregnes til kapitalindkomsten ved investering via et investeringsselskab.
- Tab på beviser i et aktiebaseret minimumsbeskattet investeringsinstitut er kildeartsbegrænset, mens der er fuld fradragsret ved investering i et aktiebaseret investeringsselskab.
- Gevinst og tab ved afståelse af investeringsbeviser i investeringsselskaber er ikke omfattet af bagatelgrænsen på 2.000 kr., der gælder for obligationer og andre fordringer, mens gevinst og tab ved afståelse af investeringsbeviser i et obligationsbaseret investeringsinstitut vil være omfattet af bagatelgrænsen.
- Der er 15 pct. endelig kildeskat på udbytte fra danske aktier ind i investeringsselskabet. Danske aktieselskaber skal derimod ikke indeholde kildeskat ved udlodninger til danske minimumsbeskattede investeringsinstitutter pga. frikortet.

Der er både ligheder og forskelle mellem de to typer af investeringer. For begge typer af investeringer gælder, at investor opnår fradrag for formueforvaltningsomkostninger. Et sådant fradrag har investor ikke ved direkte investering.

Både ved investering via et minimumsbeskattet investeringsinstitut og ved investering via et investeringsselskab sker der beskattning af renter, udbytter og realiserede gevinster. I de minimumsbeskattede investeringsinstitutter via instituttets realisation. I investeringsselskaberne via lagerbeskattning af investeringsbevisets værdi.

Forskellen mellem de to typer af investeringer er således, at der ved investering via et investeringsselskab også sker beskattning af urealiserede gevinster og tab på aktier og obligationer. Ved investering via et minimumsbeskattet investeringsinstitut vil der ikke ske beskattning af urealiserede gevinster og tab. Det er en fordel, hvis der er tale om urealiserede nettogevinster, *jf. afsnit 7.2*. Det kan være en ulempe, hvis der er tale om et urealiseret nettotab. I disse tilfælde vil investor dog kunne opnå fradrag for tabet ved at afstå beviset.

I begge typer af investeringsinstitutter sker beskattningen som én indkomsttype. I investeringsselskabet er der altid tale om kapitalindkomst. I et investeringsinstitut med minimumsbeskattning vil der kunne være tale om enten aktie- eller kapitalindkomst, afhængig af sammensætningen af investeringsinstitutts underliggende værdipapirer. Selv om der investeres i aktier, vil en investering via et investeringsselskab blive beskattet som kapitalindkomst. Hvis der investeres via et minimums-

beskattet investeringsinstitut, beskattes afkastet derimod som aktieindkomst. For de fleste personlige investorer beskattes aktieindkomst lavere end kapitalindkomst, *jf. afsnit 7.2*.

Det bemærkes, at selvom der sondres mellem obligationsbaserede investeringsinstitutter og aktiebaserede investeringsinstitutter, er et aktiebaseret investeringsinstitut blot udtryk for, at 50 pct. eller mere af instituttets aktivmasse gennemsnitligt i instituttets indkomstår skal være placeret i aktier og øvrige værdipapirer omfattet af aktieavancebeskatningsloven. I modsat fald vil instituttet være obligationsbaseret. Det betyder, at en stor del af investors afkast i et aktiebaseret minimumsbeskattet investeringsinstitut kan stamme fra obligationer, og at afkastet herfra alligevel vil indgå i aktieindkomsten. Tilsvarende kan gøre sig gældende for investor i et obligationsbaseret investeringsinstitut, hvor afkast fra aktier vil indgå i kapitalindkomsten.

Afkastet fra investeringer i aktier via et minimumsbeskattet investeringsinstitut beskattes således mere neutralt i forhold til direkte investeringer, end hvad der er tilfældet ved investering via et investeringsselskab. Investor vil i de minimumsbeskattede institutter have mulighed for at udskyde skatten pga. realisationsprincippet, samtidig med at afkastet beskattes som aktieindkomst. Som det fremgår af afsnit 7.1 og 7.2, vil indirekte investeringer i aktier for de fleste investorer mest fordelagtigt kunne foretages via de minimumsbeskattede institutter. Ved investeringer i obligationer forholder det sig anderledes, da afkastet i vid udstrækning beskattes neutralt i forhold til direkte investeringer, uanset hvilken type institut investor vælger.

7.6 Skattereglernes betydning for udenlandske investorer

Sondringen i de danske skatteregler mellem aktie- og kapitalindkomst, samt forskellen mellem lager- og realisationsprincip, har ingen betydning for beskattningen af udenlandske investorer. Dette gælder, uanset om den udenlandske investor er et selskab eller en privat person. Derimod påvirkes de udenlandske investorer af de danske regler om udbyttebeskatning. I forhold til de minimumsbeskattede investeringsinstitutter påvirkes de udenlandske investorer af reglerne om opgørelsen af minimumsindkomsten, der beskattes som udbytte, uanset om minimumsindkomsten udloddes eller ej.

Udlændinge, der investerer direkte i danske obligationer mv., beskattes som altovervejende hovedregel ikke i Danmark af renteindtægter og kursavancer herfra. Det samme er tilfældet, hvis investeringen sker i et obligationsbaseret minimumsbeskattet institut, som ikke ejer andet end obligationer, hvorved der ikke skal indeholdes udbytteskat, *jf. kapitel 6*.

Sker obligationsinvesteringen gennem et dansk investeringsselskab, skal der heller ikke betales dansk skat, hvis afkastet realiseres ved afståelse. Vælger investeringsselskabet at udlodde udbytte, vil der dog skulle betales udbytteskat på typisk 15 pct. efter tilbagesøgning.

Samlet set er det i forhold til udlændinges investeringer i danske obligationer således muligt at opnå neutralitet i beskattningen mellem direkte investering og investering gennem begge typer investeringsinstitutter.

Når udlændinge investerer direkte i danske aktier, skal der betales udbytteskat af udbytte på 15 pct. efter tilbagesøgning, mens der ikke vil være dansk skat på aktiegevinster. Sker investeringen i stedet gennem et minimumsbeskattet institut, vil der også være udbytteskat på 15 pct. af minimumsindkomsten, uanset om den hidrører fra modtagne udbytter eller fra realiserede kursgevin-

ster i instituttet. Danske aktieselskaber skal ikke indeholde udbytteskat ved udlodning til minimumsbeskattede investeringsinstituttet pga. frikortet *jf. kapitel 6*.

Sker aktieinvesteringen alternativt gennem et dansk investeringsselskab, pålægges udbytter fra danske aktieselskaber en udbytteskat på 15 pct. ved udlodning ind i investeringsselskabet. Såfremt den udenlandske investor realiserer afkastet ved afståelse af sit investeringsbevis, skal der ikke betales yderligere dansk skat. Vælger investeringsselskabet at udlodde udbytte, vil der yderligere skulle indeholdes udbytteskat af udbyttet ud af investeringsselskabet på typisk 15 pct. efter tilbageøgning. Af denne årsag forventes udenlandske investorer primært at vælge akkumulerende afdelinger, i det omfang de ønsker at investere via et dansk investeringsselskab.

Udenlandske investorer har således mulighed for at opnå neutral beskattning ved investeringer via et investeringsselskab, i forhold til hvis vedkommende havde investeret direkte i danske aktier. Dette kræver blot, at vedkommende vælger en akkumulerende afdeling eller alternativt vælger at afstå sit bevis inden udlodning.

I forhold til investering via minimumsbeskattede investeringsinstitutter kan udenlandske investorer principielt undgå udbytteskat af minimumsindkomsten ved at afstå investeringsbeviset umiddelbart før instituttets opgørelse af minimumsindkomsten og herefter eventuelt genkøbe beviset efter udlodningen. Herved realiseres afkastet som en kursgevinst, som ikke er omfattet af begrænset skattepligt. En sådan fremgangsmåde – der som udgangspunkt også kan anvendes ved direkte investeringer – medfører dog handelsomkostninger i et vist omfang, og der vil kunne være en kursrisiko forbundet hermed, i det omfang kursen kan ændre sig mellem salgs- og genkøbstidspunktet. Den nævnte skattemæssige behandling forudsætter således efter praksis, at der er tale om et reelt salg. Der er så vidt vides ikke tilgængelig information, som kan belyse det konkrete omfang af transaktioner af denne art.

8. Beskatningen af investeringsinstitutter og investorer i andre lande

8.1 Indledning

Dette kapitel beskriver reglerne for beskatning af investeringsinstitutter og deres investorer i Luxembourg og Sverige. Luxembourg er centrum for kapitalforvaltning i Europa⁵². De svenske skatte-regler for investeringsinstitutter og deres investorer har for få år siden været genstand for en større ændring.

Fælles for Luxembourg og Sverige er, at begge lande ikke beskatter udbytte fra investeringsinstitutter til udenlandske investorer.

For en dansk investor vil det være mere gunstigt at investere i danske aktier via et dansk minimumsbeskattet investeringsinstitut end via et svensk eller luxembourgsk investeringsinstitut, da det minimumsbeskattede investeringsinstitut ikke betaler skat af udbytte fra danske aktier. I forhold til en dansk pensionskasse vil en investering i danske aktier via et dansk minimumsbeskattet investeringsinstitut også være mere gunstig end at investere via Luxembourg eller Sverige. Herudover vil investeringen i Luxembourg eller Sverige som udgangspunkt blive lagerbeskattet, og beskatningen vil ske som kapitalindkomst.

Hvis en dansk investor investerer via Luxembourg eller Sverige, vil der ikke blive indeholdt kildeskat ved udlodningen fra Luxembourg eller Sverige. Den danske investor vil dog være skattepligtig af udbyttet efter danske regler. Den manglende udbytteskat i Luxembourg og Sverige betyder, at Danmark kan beskaffe udbyttet uden lempelse for skat betalt i udlandet. Hvis der investeres i danske aktier via Luxembourg eller Sverige, vil der blive indeholdt dansk kildeskat.

⁵² Luxembourg er hjemsted for en række UCITS, der markedsføres i andre lande og har opnået en andel på 43 pct. af det europæiske marked jf. rapport om fordele og ulemper ved at indføre alternativer til foreningsstrukturen på UCITS-området (2011).

8.2 Luxembourg

8.2.1 Beskatning af investeringsinstitutter

I Luxembourg etableres investeringsinstitutter som luxembourgske værdipapirfonds (FCP'er), SICAV'er (institutter med selskabsstruktur og variabel kapital) eller SICAF'er (institutter med selskabsstruktur og fast kapital). Investeringsinstitutter, der er hjemmehørende i Luxembourg og omfattet af UCITS-direktivet, er undtaget fra direkte skatter⁵³. Renteindtægter, kursgevinster, aktieavancer og udbytter er således ikke skattepligtige for investeringsinstituttet. Institutterne skal dog betale en årlig *subscription tax* på 0,05 pct. af formuen (i visse tilfælde kun 0,01 pct.)⁵⁴.

8.2.2 Beskatning af investorerne - avancer

En luxembourgske investor realisationsbeskattes, hvilket vil sige, at investoren kun er skattepligtig af gevinst og tab på investeringsbeviser ved salg. Dette gælder imidlertid kun for investeringsbeviser i luxembourgske SICAV'er. En luxembourgske værdipapirfond (FCP) er transparent, og indtægter og avancer beskattes dermed direkte hos investorerne.

Avancer ved salg af andele i et luxembourgske investeringsinstitut er ikke skattepligtige til Luxembourg, hvis salget finder sted senere end seks måneder efter erhvervelsen og under forudsætning af, at investoren ikke har bestemmende indflydelse (10 pct. af instituttets kapital). Ved salg inden seks måneder betales skat af gevinsten⁵⁵.

Beskatning af udenlandske investorer vil afhænge af reglerne i investors hjemland. Hvis en dansk investor investerer i et luxembourgske investeringsinstitut, vil personen eller selskabet være skattepligtig af investeringen efter danske regler. Beskatningen i Danmark afhænger af, hvordan investeringsinstituttet kvalificeres efter danske regler. Ofte vil der være tale om, at det luxembourgske investeringsinstitut kvalificeres som et investeringsselskab efter danske regler. En dansk person, som investerer i et luxembourgske investeringsinstitut, vil derfor være skattepligtig af investeringen efter lagerprincippet, og der vil være tale om kapitalindkomst.

8.2.3 Beskatning af investorerne ved udlodning af udbytte

Luxembourg indeholder som udgangspunkt 15 pct. skat på udbytter ved direkte investeringer i luxembourgske aktier.

Luxembourgske investorer – personer og selskaber – er skattepligtige af udbytter modtaget fra et luxembourgske investeringsinstitut. Kapitalafkast op til 1.500 euro pr. indkomstår er dog undtaget fra skat⁵⁶.

Udenlandske investorer er ikke skattepligtige til Luxembourg af udbytter fra luxembourgske investeringsinstitutter. Hvis en dansk investor investerer via et luxembourgske investeringsinstitut, skal investeringsinstituttet derfor ikke indeholde kildeskat på udbyttet, der udloddes til investoren. Den

⁵³ KPMG 2010, s. 1

⁵⁴ Danske Invest: http://www.danskeinvest.dk/web/show_page.text?p_nld=75&p_vPage=DIDKDK_LUXEMBOURG

⁵⁵ KPMG 2014, s. 12

⁵⁶ PWC, Luxembourg income taxes 2013, s. 3

danske investor vil være skattepligtig til Danmark af udbyttet. Da det luxembourgske investeringsinstitut ofte vil blive kvalificeret som et investeringsselskab, vil beskattningen ske som kapitalindkomst.

Det bemærkes, at i det omfang, det luxembourgske investeringsinstitut investerer i danske aktier, vil der være indeholdt dansk kildeskat ved selskabets udlodning af udbytte til det luxembourgske investeringsinstitut.

8.2.4 Udenlandske investorers investeringer via et investeringsinstitut i Luxembourg

Det må antages, at der er flere grunde til, at en udenlandsk investor kan finde det attraktivt at investere via et investeringsinstitut i Luxembourg. Luxembourg har igennem mange år markedsført sig som finanscentrum, og det må antages, at Luxembourg generelt lægger stor vægt på at kunne tiltrække udenlandske investorer. Det vurderes, at især følgende elementer spiller ind, når investorer vælger at investere via et luxembourgsk investeringsinstitut:

- **Etablering og regulering:** Den luxembourgske regering har et ønske om at tiltrække udenlandske investeringer. Etablering af et investeringsinstitut kan ske forholdsvis hurtigt, og udgifterne hertil er lave. Udenlandske investeringer er ikke pålagt særlige procedurer. Luxembourg har omfattende regulering på området og var hurtig til at implementere UCITS-direktiverne. Endvidere har Luxembourg indgået dobbeltbeskatningsoverenskomster med en lang række lande.
- **Skatter og afgifter:** Luxembourgske investeringsinstitutter er ikke underlagt direkte skatter. Der skal hvert år betales en *subscription tax* på 0,05 pct. af formuen i Luxembourg (for visse afdelinger/andelsklasser kun 0,01 pct.)⁵⁷. Der skal ikke indeholdes kildeskat på udbytter, der udloddes fra luxembourgske investeringsinstitutter til udenlandske investorer.
- **Ekspertise:** Luxembourg har meget erfaring med at håndtere grænseoverskridende aktiviteter, herunder hvorledes UCITS markedsføres i andre EU-lande.

Hvis en udenlandsk investor investerer via et luxembourgsk investeringsinstitut, er den udenlandske investor ikke skattepligtig til Luxembourg af udbytte modtaget fra investeringsinstituttet. Luxembourg har således givet afkald på beskattning af udbytte til udenlandske investorer. Den udenlandske investor vil kunne være skattepligtig til sit hjemland efter hjemlandets regler. Da der ikke er indeholdt kildeskat i Luxembourg, skal hjemlandet ikke indrømme lempelse. Hvis den udenlandske investor er lavt beskattet eller skattefri i sit hjemland, vil investor ved investering via Luxembourg kunne opnå en lavere beskattning end via et investeringsinstitut, hvor der er beskattning af udbytte.

Hvis der er tale om en dansk investor, vil investor være skattepligtig til Danmark af udbytter, der udloddes fra investeringsinstituttet. Da der ikke er indeholdt kildeskat i Luxembourg, skal Danmark ikke give lempelse for evt. indeholdt kildeskat. Det betyder, at Luxembourg har givet den fulde beskattningsret af udbyttet til Danmark.

Der vil ofte ikke være tale om investeringer i luxembourgske aktier, men om aktier i selskaber beliggende i tredjelande. Ved udlodning fra det pågældende aktieselskab til investeringsinstituttet, vil der kunne være indeholdt kildeskat i tredjelandet. Ved at investere i udenlandske aktier via et luxembourgsk investeringsinstitut vil den udenlandske investor således kunne undgå, at der både indeholdes kildeskat ind i investeringsinstituttet og igen ved udlodning fra investeringsinstituttet. Konsekvensen for den udenlandske investor vil dog være afhængig af, om den udenlandske investor er skattepligtig i sit hjemland af udbyttet fra Luxembourg. Hvis investor er skattefri i sit hjem-

⁵⁷ Danske Invest: http://www.danskeinvest.dk/web/show_page.text?p_nld=75&p_vPage=DIDKDK_LUXEMBOURG

land, vil investor ved at investere via et luxembourgsk investeringsinstitut kunne undgå at skulle betale udbytteskat to gange.

Hvis der er tale om en dansk person, der investerer i danske aktier, vil den danske person kunne undgå at betale udbytteskat to gange ved at investere via et dansk minimumsbeskattet investeringsinstitut med frikort. Et luxembourgsk investeringsinstitut vil ikke kunne opnå et sådan frikort. Ved investering via et luxembourgsk investeringsinstitut opnår den danske person således, at der skal indeholdes kildeskat ved udlodning fra det danske selskab til det luxembourgske investeringsinstitut. Der skal godt nok ikke indeholdes kildeskat til Luxembourg, men den danske person vil være skattepligtig af udbyttet efter danske regler. Der er således ingen skattemæssig fordel for en dansk investor forbundet med at investere i danske aktier via et luxembourgsk investeringsinstitut frem for via et dansk minimumsbeskattet investeringsinstitut. Hertil kommer, at for danske personer vil investering via et dansk minimumsbeskattet investeringsinstitut være beskattet efter realisationsprincippet og som aktieindkomst, hvis instituttet er aktiebaseret. Investeringen i det luxembourgske investeringsinstitut vil ske efter lagerprincippet og som kapitalindkomst.

Hvis den danske personlige investor alternativt investerer via et dansk investeringsselskab, vil det som udgangspunkt hverken være en fordel eller en ulempe at investere i danske aktier via et luxembourgsk investeringsinstitut. I begge situationer skal der betales udbytteskat ved udlodning fra det danske selskab, og der vil også være dansk beskattning af udlodningen fra investeringsinstituttet. Hertil kommer, at der i begge situationer vil være tale om, at investeringen beskattes efter lagerprincippet og som kapitalindkomst. Dette illustrerer dog generelt, at investering via investeringsselskaber ikke er så lempeligt beskattet som investering via et minimumsbeskattet investeringsinstitut.

Investor kan også være en pensionskasse. Danske pensionskasser betaler ikke selskabsskat. Danske pensionskasser betaler således generelt ikke skat af udbytte modtaget af aktier, uanset om der er tale om danske eller udenlandske aktier. Hvis en dansk pensionskasse investerer i danske aktier via et dansk minimumsbeskattet investeringsinstitut, vil pensionskassen opnå, at der ikke indeholdes kildeskat af danske aktier ind i investeringsinstituttet og heller ikke af den opgjorte minimumsindkomst. Det kan det luxembourgske investeringsinstitut ikke matche, da investeringsinstituttet ikke kan opnå frikort.

Hvis en dansk pensionskasse investerer via et dansk investeringsselskab, vil der være indeholdt kildeskat ind i investeringsselskabet. Hvis den danske pensionskasse alternativt investerer i danske aktier via et investeringsinstitut i Luxembourg, vil der tilsvarende være betalt udbytteskat ved udlodningen fra det danske selskab til investeringsinstituttet. Derimod betales der ikke udbytteskat af udlodningen fra Luxembourg til pensionskassen. For en dansk pensionskasse vil der således være den samme beskattning, uanset om pensionskassen investerer i danske aktier via et dansk investeringsselskab eller et luxembourgsk investeringsinstitut.

Uanset at Luxembourg har fjernet udbytteskatten ved udlodning fra investeringsinstitutter til udenlandske investorer, vil investeringen ikke være helt neutral i forhold til evt. lempelse. Hvis en udenlandsk investor investerer direkte i en aktie fra et tredjeland, vil den udenlandske investor som udgangspunkt have mulighed for at få lempelse i hjemlandets skat for den skat, der er indeholdt i tredjelandet. Derimod kan den udenlandske investor ikke få lempelse for kildeskatten ved investering via et luxembourgsk investeringsinstitut, da det reelt er instituttet, der har betalt skatten. Det er efter dobbeltbeskatningsoverenskomsterne ikke muligt at få lempelse for en skat, som man ikke selv har betalt. En investering i udenlandske aktier via et luxembourgsk investeringsinstitut vil således ikke fuldt ud kunne være neutral i forhold til en direkte investering, på tilsvarende måde som

gælder ved investering i danske investeringsinstitutter. Dette vil tilsvarende gælde danske investorer, der investerer i udenlandske aktier via et luxembourgsk investeringsinstitut.

8.3 Sverige

I 2010 blev der i Sverige nedsat en arbejdsgruppe, der havde til formål at se på den svenske beskatning af investeringsinstitutter og deres investorer, og hvilke muligheder der var for at flytte beskatningen over på investorerne. Baseret på arbejdsgruppens anbefalinger blev de svenske regler ændret med virkning fra 2012. Anbefalingerne var underlagt en række krav, herunder krav om provenuneutralitet for det offentlige, ligestilling mellem at investere direkte og indirekte via et investeringsinstitut, samt at reglerne skulle være holdbare i et EU-retligt perspektiv.

8.3.1 De svenske regler før 2012 – beskatning af investeringsinstituttet og investorerne

Indtil 2012 var de svenske investeringsinstitutter selvstændige skattesubjekter. De svenske investeringsinstitutter var skattepligtige af den indkomst, som de realiserede. Investeringsinstitutter kunne få fradrag for renteudgifter, udbytte til investorerne og administrationsomkostninger (förvaltningsavgifter), hvilket gav et incitament for institutterne til at foretage udlodning af udbytte til investorerne i et sådant omfang, at instituttet konkret ikke kom til at betale skat.

Investeringsinstituttets indtægter blev beskattet med 30 pct. Derudover blev investeringsinstitutterne beskattet af en skabelonindtægt svarende til 1,5 pct. af værdien af aktier og aktierelaterede finansielle instrumenter i instituttet ved årets udgang.

Investorerne i investeringsinstitutterne blev beskattet efter de almindelige regler for beskatning af udbytter og kapitalgevinster. Dette indebar en beskatning på 30 pct. (personer) og 26,3 pct. (selskaber).

Den samlede beskatning af instituttet og dets investorer så derfor således ud:

Boks 8.1. Beskatning af investeringsinstitutterne og deres svenske investorer efter de tidligere svenske regler (før 2012)

Investeringsinstituttet blev beskattet af:

- 1) Instituttets indtægter (30 pct.)
- 2) Skabelonindtægten

Investorerne blev beskattet af:

Personer

- 1) Udbytter fra investeringsinstituttet (30 pct. som kapitalindkomst)
- 2) Avancer ved salg af investeringsbeviserne (30 pct. som kapitalindkomst)

Selskaber

- 1) Udbytter fra investeringsinstituttet (26,3 pct. som selskabsindkomst)
- 2) Avancer ved salg af investeringsbeviser (26,3 pct. som selskabsindkomst)

Efter dagældende regler blev både de svenske investeringsinstitutter og investorerne i investeringsinstitutter således beskattet. Det havde den konsekvens, at kun 70 pct. af overskuddet i et svensk investeringsinstitut kunne geninvesteres (uanset om institutterne udloddede eller ej). Et udenlandsk investeringsinstitut, der ikke betaler skat, vil have mulighed for at geninvestere hele over-

skuddet. Det betød alt andet lige, at et udenlandsk investeringsinstitut ville have en kraftigere værditilvækst end et svensk investeringsinstitut.

Med vedtagelsen af UCITS IV-direktivet blev det muligt at foretage sammenlægninger af investeringsinstitutter på tværs af landegrænser. Der var i Sverige en bekymring for, at de svenske institutter igennem en sammenlægning med udenlandske investeringsinstitutter ville lade sig registrere i udlandet, hvilket ville kunne udhule den svenske skattebase. Derfor blev en arbejdsgruppe nedsat for at se på den svenske beskatning af investeringsinstitutter og deres investorer. Arbejdsgruppen skulle bl.a. se på, hvilke muligheder der var for at flytte beskatningen over på investorerne.

8.3.2 De gældende svenske regler

Som følge af anbefalingerne fra den svenske arbejdsgruppe blev reglerne ændret med virkning fra 2012. De nye regler betyder, at beskatningen reelt flyttes over på de svenske investorer. De svenske investeringsinstitutter er således ikke længere skattepligtige af afkast fra investeringsinstituttets aktiver. I stedet beskattes investorerne – personer såvel som selskaber – på baggrund af en skabelonindtægt. Selve besiddelsen af beviserne i investeringsinstitutterne medfører således beskatning. Investeringsbeviserne behandles herudover som *aktier* i forhold til beskatning ved salg.

8.3.2.1 Beskatning af investeringsinstituttet

Som nævnt er investeringsinstitutter ikke skattepligtige af udbytte fra svenske aktier. Det var arbejdsgruppens vurdering, at EU-rettens bestemmelser om ikke-diskrimination og ligebehandling betyder, at tilsvarende udenlandske investeringsinstitutter også skal være skattefrie af udbytter fra svenske aktier. Der er således ikke skattepligt af udbytter fra svenske selskaber for udenlandske investeringsinstitutter inden for EU/EØS eller et land, som Sverige har indgået en aftale om udveksling af oplysninger med.

Arbejdsgruppen vurderede i den forbindelse, at ophævelsen af udbytteskatten for de udenlandske investeringsinstitutter ville være provenuneutral, da skattefriheden opvejes af, at svenske investeringsinstitutter fremover ikke kan få lempelse for udenlandske skatter. De svenske investeringsinstitutter anses således ikke længere for selvstændige skattesubjekter, men for at være transparente.

Dette indebærer desuden, at de svenske investeringsinstitutter ikke anses for at være beskyttet af eventuelle dobbeltbeskatningsoverenskomster, og de kan derfor ikke længere få udstedt et såkaldt "certificate of residency", der giver adgang til tilbagesøgning af evt. for meget betalt skat i udlandet.

Det bemærkes i denne forbindelse, at i en sammenligning med danske regler anses danske investeringsinstitutter som udgangspunkt for at være selvstændige skattesubjekter. Da de ikke konkret betaler skat, vil de danske investeringsinstitutter heller ikke kunne opnå lempelse for en evt. betalt skat i udlandet. De danske regler giver dog mulighed for, at de danske investeringsinstitutter kan opnå tilbagesøgning af evt. for meget betalt skat i udlandet.

I Danmark ville en transparens desuden betyde, at investorer ville blive anset for at have foretaget de underliggende investeringer direkte, og at investorer ikke skattemæssigt vil kunne afstå investeringsbeviset. Der vil i stedet være tale om afståelse af en andel af de underliggende værdipapirer. Som det fremgår af afsnittet nedenfor om beskatningen af investorerne, har transparensen i Sverige ikke denne konsekvens, i det en svensk investor ikke anses for at have foretaget investeringerne i de underliggende papirer direkte, og i det en svensk investor vil blive beskattet ved salg af selve investeringsbeviset.

8.3.2.2 Beskatning af investorer - skabelonindtægt

Investorer beskattes i Sverige på baggrund af en skabelonindtægt. Skabelonindtægten beregnes som 0,4 pct. af værdien af beviserne pr. 1. januar hvert kalenderår. For så vidt angår personer, beskattes skabelonindtægten som kapitalindkomst med 30 pct. For så vidt angår selskaber, beskattes skabelonindtægten som erhvervsmæssig indkomst med 26,3 pct. Således bliver den endelige skattesats hhv. 0,12 pct. for personer og 0,11 pct. for selskaber.

Tabel 8.1. Skabelonbeskatning af svensk investor

	Personer	Selskaber
Værdien af beviserne	100	100
Skabelonindtægt	0,4	0,4
Skat af værdibeviserne	0,12	0,11

Skabelonindtægten blev fastsat til 0,4 pct., i det det blev beregnet, at bortfaldet af beskattningen af investeringsinstituttet ved denne procentsats blev udlignet. Det skyldes kravet om økonomisk provenuneutralitet for det offentlige ved omlægningen af beskattningen.

De tidligere regler medførte, at investeringsinstitutterne løbende udloddede instituttets afkast, således at instituttet ikke skulle betale skat. Dette resulterede i en løbende beskattning af investorerne. Det var forventningen, at disse udlodninger ville ophøre som følge af afskaffelsen af investeringsinstitutternes skattepligt. Når investeringsinstitutterne ikke længere vil foretage udlodninger til investorerne for at minimere deres skatter, vil denne del af afkastet blive beskattet ved salg af beviset som kapitalgevinst med en lavere effektiv skattesats pga. udskydelsen af beskattningstidspunktet. Indførelsen af skabelonbeskatningen på investorniveau skulle neutralisere denne effekt.

Ud over skabelonindtægten er svenske investorer skattepligtige af gevinst og tab ved salg af investeringsbeviset. For personer beskattes gevinsten som kapitalindkomst med 30 pct. For selskaber er der tale om almindelig selskabsindkomst, der beskattes med 26,3 pct.

8.3.3 Beskatning ved udlodning af udbytter

Sverige indeholder som udgangspunkt 30 pct. kildeskat på udbytter ved direkte investering i svenske aktier.

Investeringsinstitutter skal indeholde 30 pct. kildeskat, når de foretager udlodninger til personer, der er bosiddende i Sverige.

Investeringsinstitutter skal ikke indeholde kildeskat ved udlodning til udenlandske investorer.

Den samlede beskattning af institutterne og deres investorer ser herefter således ud:

Boks 8.2. Beskatning af investeringsinstitutterne og deres svenske investorer efter de gældende svenske regler

Investeringsinstitutter er ikke skattepligtige

Investorerne beskattes af:

Personer

- 1) Udlodninger fra investeringsinstituttet (30 pct. som kapitalindkomst)
- 2) Avancer ved salg af investeringsbeviserne (30 pct. som kapitalindkomst)
- 3) Skabelonindtægten

Selskaber

- 1) Udlodninger fra investeringsinstituttet (26,3 pct. som selskabsindkomst)
- 2) Avancer ved salg af investeringsbeviser (26,3 pct. som selskabsindkomst)
- 3) Skabelonindtægt

8.3.4 Udenlandske investorers investeringer via et investeringsinstitut

For så vidt angår konsekvenserne af udenlandske investorers investeringer via et svensk investeringsinstitut, kan der grundlæggende henvises til afsnit 8.2.4 ovenfor. Konsekvenserne af at investere i et svensk investeringsinstitut vil således som udgangspunkt svare til at investere i et luxembourgsk investeringsinstitut. I begge situationer vil der ikke være skattepligt til henholdsvis Sverige og Luxembourg af udbytte, der udloddes fra svenske/luxembourgske investeringsinstitutter til udenlandske investorer. Det vil dog i høj grad afhænge af reglerne i investors hjemland, om det reelt har nogen effekt.

Det skal dog fremhæves, at det fremgår specifikt, at Sverige ikke blot har ophævet beskattningen af udbytter fra investeringsinstitutter til udenlandske investorer, men at man også har ophævet beskattningen af udbytte, der udloddes fra svenske selskaber til såvel svenske som udenlandske investeringsinstitutter. I forhold til investering i svenske aktier betyder reglerne således, at det ved at investere via et investeringsinstitut – svensk eller udenlandsk – er muligt helt at undgå beskattning af udbytte fra svenske selskaber.

8.3.5 Investeringsbeviser på en Investeringssparkonto

Som et alternativ til de ovenfor beskrevne regler kan personer efter svenske regler vælge at anbringe investeringsbeviser på en såkaldt investeringssparkonto. Der kan ligeledes anbringes penge, børsnoterede aktier og obligationer på kontoen. Investoren bliver ikke beskattet efter de almindelige regler, men efter særlige regler, der gælder for en investeringssparkonto. Reglerne gælder parallelt med de gældende regler om kapitalbeskatning af værdipapirer.

Aktiverne på investeringssparkontoen skabelonbeskattes. Beskatningen sker på baggrund af en skabelonindtægt⁵⁸. Beregningen sker ved, at kapitalgrundlaget ganges med statslånsrenten (1,49 pct. i 2012). Investeringsbeviserne indgår i kapitalgrundlaget for beregningen af skatten for indeståender på investeringssparkontoen. Det indebærer, at *værdien* af investors aktiver på investeringssparkontoen beskattes årligt, uanset om der er gevinst eller tab på aktiverne, ligesom det er uden betydning, om aktiverne købes eller sælges. Der er ikke pligt til at selvangive kapitalgevinster og tab, når der handles med værdipapirer på investeringssparkontoen. Der er heller ikke pligt til at indbetale betalinger.

⁵⁸ Skatteverket, s. 3

Udbytte, renter eller andet afkast på aktiverne beskattes som sådan ikke, men bliver indsat på kontoen og indgår således i beregningen af værdien af investors aktiver på kontoen. Der er ikke fradrag for udgifter vedrørende aktiverne.

Det fremgik af konsekvensanalysen i det svenske lovforslag, at reglerne om investeringssparkonto forventes at medføre et mindreprovenu på 2 mia. kr. årligt.

9. Udbyttebeskatningsreglerne

9.1 Indledning

Dette kapitel redegør for den kritik, der er blevet rejst vedrørende de danske regler for udbyttebeskatning af investeringsinstitutter og investorer. Kapitlet behandler en række modeller, der holdes op imod de overordnede kriterier for analysen, *jf. kapitel 3*.

Overordnet er det vurderingen, at dansk kildeskat af aktieudbytter er en forholdsvis lidt forvridende skat, og at problemerne ved beskatning af udbytter til udenlandske investorer er begrænsede, *jf. også kapitel 3*.

Udbyttebeskatning er ikke nødvendigvis noget stort problem i forhold til rammevilkårene for danske virksomheder. Herudover fungerer udbytteskatten som et generelt værn mod skatteplanlægning med henblik på at mindske skatten af aktiviteter i Danmark. På den baggrund har udbyttebeskatning af udenlandske investeringer i Danmark hidtil været et centralt princip. En fritagelse for udbytteskatten vil bryde med dette princip. En fritagelse vil desuden kunne være medvirkende til, at Danmark vil kunne udnyttes som gennemstrømningsland på linje med fx Luxembourg. Det har hidtil ikke været anset for at være hensigtsmæssigt, at Danmark kan udnyttes som gennemstrømning af kapital, bl.a. fordi gennemstrømningen kan være til potentiel skade for andre lande.

I det omfang Danmark opgiver sin ret til at beskatte udbytter betalt til udlandet, så tilfalder beskatningsretten i stedet den udenlandske investors hjemland. Det vil sige, at det danske skatteprovenu reduceres, uden at den udenlandske investor som udgangspunkt oplever lempelse i beskatningen. Der vil kun være tale om en reel lempelse i den udenlandske investors beskatning, i det omfang den udenlandske investor er hjemmehørende i et lavskattelands, der ikke beskatter udbytter, eller investor er fritaget for udbyttebeskatning efter særlige nationale regler.

For udenlandske pensionskasser, som ofte vil kunne være skattefri, kan problemstillingen vedrørende udbytteskatten løses via dobbeltbeskatningsoverenskomster mellem Danmark og pensionskassens hjemland, hvor det er muligt at aftale, at der ikke sker beskatning af udbytter til udenlandske pensionskasser. Danske pensionskasser vil i sådanne tilfælde ligeledes være skattefri af udbyt-

ter, der modtages fra det pågældende land. I sådanne tilfælde er der således gensidighed, da den udbytteskat, som Danmark opgiver over for udenlandske pensionskasser, modsvares af, at danske pensionskasser tilsvarende undgår udenlandsk udbyttebeskatning. Danmark har fx en sådan særlig bestemmelse i dobbeltbeskatningsoverenskomsten med USA, og Danmark tilbyder altid en sådan bestemmelse i dobbeltbeskatningsoverenskomsterne.

Udenlandske investorer har desuden efter de gældende regler mulighed for undgå den danske udbytteskat ved at afstå investeringsbeviset og tage investeringsafkastet hjem via en avance. Dette vil være særligt relevant i de situationer, hvor den udenlandske investor ønsker at realisere sin investering i Danmark.

En lempelse af den danske udbyttebeskatning ved udlodning fra investeringsinstitutter til udenlandske investorer vil isoleret set gøre de danske investeringsinstitutter mere attraktive. Dette vil ikke have afgørende betydning i forhold til kapitaltilførsel til danske selskaber, men vil kunne medføre en øget beskæftigelse i sektoren for investeringsforvaltning. En øget beskæftigelse i denne sektor vil dog blot blive modsvaret af en lavere beskæftigelse i andre brancher. De samfundsøkonomiske gevinster ved ændringen i form af øget beskæftigelse vil derfor være begrænsede.

I forhold til de konkrete modeller, der præsenteres, vil de gøre beskatningen mere neutral i forhold til en direkte investering, men modellerne vil på den anden side udfordre det centrale princip om at bibeholde udbyttebeskatningen af udenlandske investeringer i danske virksomheder. I de gældende regler har det således hidtil været et bærende princip, at Danmark beskatter udbytter, der føres ud af landet. Det skyldes bl.a. hensynet til at begrænse mulighederne for skatteplanlægning med sigte på at undgå dansk beskatning af investeringer ind i Danmark.

En skattefritagelse af udbytter fra danske investeringsinstitutter vil således være i strid med neutraliteten i forhold til investeringer via andre selskaber, hvor der vil være dansk skat af udbytter, uanset hvilken indkomst der ligger til grund for udlodningen. På samme måde som andre aktieselskaber udgør investeringsinstitutterne således selvstændige skattesubjekter.

En skattefritagelse af udbytter fra danske investeringsinstitutter til udenlandske investorer vil desuden potentielt kunne have store negative provenumæssige konsekvenser. En fritagelse for udbyttebeskatning vil kunne medføre, at udenlandske investorer altid kan nøjes med at betale 15 pct. i skat til Danmark af udbytter fra danske selskaber. Kapitalfondsinvestorer og øvrige investorer i lavskattelande, som i dag som udgangspunkt betaler 27 pct. i udbytteskat, vil således kunne opleve en de facto skattenedsættelse.

Hertil kommer, at det vil være vanskeligt at målrette de beskrevne modeller, således at investorer hjemmehørende i lavskattelande, herunder kapitalfondsdeltagere, ikke også skal omfattes af lempelsen af udbyttebeskatningen. Det kan være svært at forsvare ikke også at give tilsvarende lempelser til andre brancher – herunder til kapitalfondsbranchen, der på flere områder er sammenlignelig med investeringsfondsbranchen. Der tages i beregningerne forbehold for, at sådanne effekter evt. kan medføre et betydeligt mindreprovenu, som ikke lader sig kvantificere nærmere.

Branchens ønske om at lempe udbytteskatten over for udenlandske investorer skal herudover sammenholdes med, at der i analysen ikke kan peges på nævneværdige positive samfundsøkonomiske effekter af at lempe udbyttebeskatningen, *jf. afsnit 3.6.*

Samlet er det vurderingen, at de danske regler for beskattning af udbytter fra danske investeringsinstitutter er hensigtsmæssige, og at de ikke udgør en afgørende hindring for, at danske investeringsinstitutter kan markedsføre deres beviser over for udenlandske investorer. En eventuel forbedring af mulighederne for eksport ved at lempe den danske udbyttebeskattning skal bl.a. holdes op imod det forhold, at der brydes med centrale principper for beskattning af udenlandske investorer, det mindreprovenu, som det kan give anledning til, samt at de afledte samfundsøkonomiske fordele ved øget eksport af investeringsbeviser fx i form af en stigning i beskæftigelsen i investeringsfundsbranchen er meget begrænsede.

9.2 Problemstillinger

Udbyttebeskattning kan være relevant ved udlodning af udbytte til investeringsinstituttet fra det selskab, der er investeret i (udbytte ind), og ved udlodning af udbytte fra investeringsinstituttet til investor (udbytte ud). Herudover kan der sondres mellem udbyttebeskattning af udenlandske selskaber og personer, samt af danske personer.

I de gældende regler for udbyttebeskattning sondres mellem investeringsselskaber og minimumsbeskattede investeringsinstitutter, *jf. også kapitel 6*. Boks 9.1 opsummerer de væsentligste forskelle.

Boks 9.1. Udbyttebeskattning i relation til minimumsbeskattede investeringsinstitutter og investeringsselskaber

- I de minimumsbeskattede investeringsinstitutter er der ikke udbytteskat af udbytter fra danske selskaber ind i det minimumsbeskattede investeringsinstitut. Det er en betingelse, at investeringsinstituttet sikrer, at der indeholdes udbytteskat af minimumsindkomsten ved investeringsinstituttets udlodning til investor, dvs., at der indeholdes udbytteskat ud af investeringsinstituttet. Denne mulighed er til stede for danske investeringsinstitutter, der vælger at organisere sig som minimumsbeskattede investeringsinstitutter.
- I investeringsselskaberne er der udbytteskat både ind og ud af investeringsinstituttet. Dvs. at der både betales dansk udbytteskat ved betaling af udbytte fra det danske selskab, som investeringsinstituttet har investeret i og igen ved betaling af udbytte fra investeringsinstituttet til investor.
- I et akkumulerende investeringsselskab – hvor der ikke udbetales udbytter – vil en udenlandsk investor ikke skulle betale udbytteskat i Danmark.

Herudover kan investeringsinstitutterne have betalt udbytteskat til udlandet ved modtagelse af udbytte på investeringer i udenlandske aktier.

Udbyttebeskattningsreglerne har været udsat for kritik. *For det første* er der stillet spørgsmål ved, om der overhovedet bør være beskattning af udbytter til udenlandske investorer. *For det andet* går kritikken på, at der er manglende transparens ved udbyttebeskattningen, således at investorer via udbyttebeskattningsreglerne beskattes hårdere, end hvis der var foretaget en direkte investering i de underliggende aktiver. Kritikken knytter sig bl.a. til, at der i forhold til udenlandske investorer skal betales udbytteskat af hele minimumsindkomsten, selv om noget af minimumsindkomsten hidrører fra indkomst i investeringsinstituttet, som ikke ville være skattepligtig for den udenlandske investor, hvis den udenlandske investor havde foretaget investeringen direkte. Desuden har der

været rejst kritik af, at der på investorniveau ikke kan opnås lempelse for udbytteskat betalt af investeringsinstituttet.

I det følgende vurderes kritikken nærmere. Derefter opstilles mulige modeller for ændringer vedrørende udbyttebeskatning.

9.2.1 Indeholdelse af udbytteskat ved udlodning til udenlandske investorer

Kritikken af udbyttebeskatningen går overordnet på, at indeholdelse af udbytteskat i Danmark kan gøre det mindre attraktivt for udenlandske investorer at investere via danske selskaber, herunder via danske investeringsinstitutter. Der er bl.a. henvist til, at en tilsvarende udbytteskat ikke findes i fx Luxembourg, hvorfor investeringsinstitutter i Luxembourg i videre omfang kan tiltrække udenlandske investorer.

Der er endvidere henvist til, at selvom der kan opnås lempelse for den danske skat, vil den danske skat ikke altid fuldt ud kunne modregnes i den lokale skat. Dette vil fx kunne være tilfældet, hvis investor ikke betaler skat på grund af underskud. Yderligere er der henvist til, at selvom udbytte-skatten kan undgås ved at realisere investeringen via et salg, kan der være tilfælde, hvor lokal lovgivning indeholder regler om, at visse typer af institutionelle investorer skal modtage et årligt udbytte.

Endelig er der henvist til, at eventuel tilbagesøgning af for meget indeholdt kildeskat kan medføre administrativt besvær for den udenlandske investor.

Uanset at beskattningen i forhold til især minimumsbeskattede investeringsinstitutter er fastlagt ud fra et modificeret transparensprincip, er investeringsinstitutter selvstændige skattesubjekter. Dvs. at investor ikke anses for at have investeret i de underliggende aktiver men derimod en selvstændig enhed. Det klare udgangspunkt i de danske skatteregler er herefter, at det, som et selvstændigt skattesubjekt udlodder, skal beskattes som udbytte, uafhængigt af hvad der ligger til grund for udlodningen. Dette gælder tilsvarende ved investering via et aktieselskab.

Som det fremgår af kapitel 3, er det vurderingen, at dansk kildeskat af aktieudbytter er en forholdsvis lidt forvridende skat. Udfordringerne ved det danske system for beskattning af udbytter til udenlandske investorer må derfor anses for begrænsede.

Udbyttebeskatning er ikke nødvendigvis noget stort problem i forhold til rammevilkårene for danske virksomheder. Herudover fungerer udbytteskatten som et generelt værn mod skatteplanlægning med henblik på at mindske skatten af aktiviteter i Danmark. På den baggrund har udbyttebeskatning af udenlandske investeringer i Danmark hidtil været et centralt princip. En fritagelse for udbytteskatten vil bryde med dette princip. En fritagelse vil desuden kunne være medvirkende til, at Danmark vil kunne udnyttes som gennemstrømningsland på linje med fx Luxembourg. Det har hidtil ikke været anset for at være hensigtsmæssigt, at Danmark kan udnyttes til gennemstrømning af kapital til potentiel skade for andre lande.

Det er herudover vigtigt at være opmærksom på, at den danske udbytteskat i princippet vil være uden betydning for en udenlandsk investor i de mange tilfælde, hvor investor i sit hjemland er undergivet en tilsvarende eller højere beskatning end den danske beskatning. I denne situation vil den udenlandske investor skulle betale udbytteskat i sit hjemland, og ved denne opgørelse vil investor som hovedregel kunne opnå lempelse for den danske skat. Investor kommer således ikke til at betale en højere skat, end hvis der var investeret fx via et luxembourgsk investeringsinstitut.

Den danske udbytteskat, der som oftest udgør 15 pct., har således kun reel betydning for udenlandske investorer, der ikke er skattepligtige af udbytterne i sit hjemland eller beskattes med en lavere sats end den danske kildeskat. Det kan fx være tilfældet, hvis der er tale om en skattefri pensionskasse, eller hvis investor er hjemmehørende i et lavskattelands, hvor der fx slet ikke betales skat af udbytter. I disse situationer vil den danske udbytteskat være en bruttoskat, som ikke kan modregnes i lokale skatter.

I nogle situationer vil der i den konkrete dobbeltbeskatningsoverenskomst være indgået en aftale om, at skattefri pensionskasser fritages for udbytteskat. Dette gælder fx i den dansk-amerikanske dobbeltbeskatningsoverenskomst. Danmark tilbyder altid en sådan bestemmelse i dobbeltbeskatningsoverenskomsterne. Sådanne aftaler er indgået ud fra et princip om gensidighed og sikrer, at skattefri pensionskasser i de to lande ikke betaler udbytteskat i det land, hvorfra udbyttet modtages. Heller ikke i disse situationer vil den danske udbyttebeskatning være et problem. Sådanne aftaler vil desuden også kunne løse evt. problemer med, at pensionskassen skal investere i udbyttegivende papirer.

Den udenlandske investor kan desuden vælge at realisere afkast fra danske investeringsinstitutter som avancer og på den måde undgå dansk udbytteskat ved udlodning. Det gælder både ved investeringer via danske minimumsbeskattede investeringsinstitutter og via akkumulerende investeringsselskaber. En sådan fremgangsmåde – der som udgangspunkt også kan anvendes ved direkte investeringer – medfører dog handelsomkostninger i et vist omfang, og der vil kunne være en kursrisiko forbundet hermed, i det omfang kursen kan ændre sig mellem salgs- og genkøbstidspunktet. Den nævnte skattemæssige behandling forudsætter således efter praksis, at der er tale om et reelt salg. Der er så vidt vides ikke tilgængelig information, som kan belyse det konkrete omfang af transaktioner af denne art.

En lempelse af den danske udbyttebeskatning ved udlodning fra investeringsinstitutter til udenlandske investorer vil isoleret set gøre de danske investeringsinstitutter mere attraktive. Dette vil ikke have afgørende betydning i forhold til kapitaltilførsel til danske selskaber, men vil kunne medføre en øget beskæftigelse i sektoren for investeringsforvaltning. En øget beskæftigelse i denne sektor vil dog blot blive modsvaret af en lavere beskæftigelse i andre brancher, *jf. kapitel 3*. De samfundsøkonomiske gevinster ved ændringen i form af øget beskæftigelse vil derfor være begrænsede.

Tilbagesøgning af det overskydende beløb hos de danske skattemyndigheder kan medføre administrativt besvær for investorerne eller deres rådgivere, hvilket isoleret set kan reducere investorernes tilskyndelse til at investere i danske investeringsinstitutter. Det er dog vurderingen, at det er forbundet med minimalt administrativt besvær at tilbagesøge udbytteskat hos de danske myndigheder.

Muligheden for tilbagesøgning skal endvidere ses som en administrativ omkostning ved at fastholde udbyttebeskatning af udenlandske investorer. Beskatningen skønnes samlet at indbringe godt 3 mia. kr. årligt og vurderes samlet set at have ret begrænsede forvriddingsomkostninger, *jf. også kapitel 3*.

9.2.2 Manglende transparens ved indeholdelse af udbytteskat

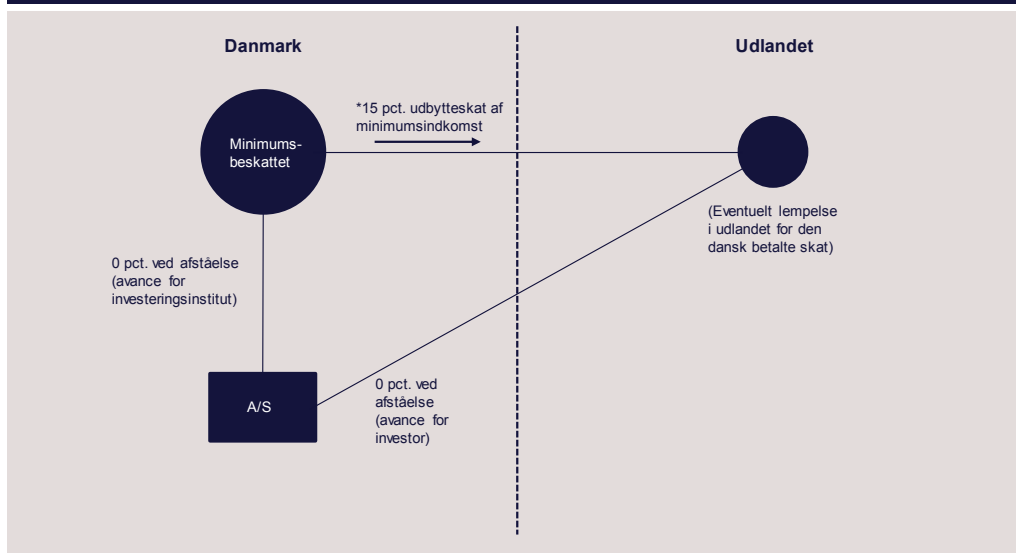
Konsekvenser for udenlandske investorer ved indirekte investering i danske aktier og obligationer mv.

Danske investeringsinstitutter skal indeholde udbytteskat i hele udlodningen eller den opgjorte minimumsindkomst til udenlandske investorer, selvom noget af udlodningen hidrører fra indkomst i investeringsinstitutterne, som ikke ville være skattepligtig for den udenlandske investor ved direkte investering.

Den danske udbyttebeskatning er på den baggrund kritiseret for ikke at være neutral, i det den ikke tager højde for, at udbyttet kan være baseret på en indkomst, der kan være skattefri for investor ved direkte investering. Det gælder fx i de situationer, hvor udbyttet reelt stammer fra en avance, som instituttet har realiseret ved salg af en dansk aktie. Hvis den udenlandske investor havde foretaget investeringen direkte, og hvis den udenlandske investor havde afstået aktien med gevinst, ville denne gevinst ikke være skattepligtig i Danmark, da der ikke er begrænset skattepligt af aktieavance, jf. figur 9.1.

Kritikken går derfor på, at hvis investeringen foretages via et dansk investeringsinstitut, stilles den udenlandske investor isoleret set dårligere, end hvis investeringen var foretaget direkte. Tilsvarende gælder renteindtægter og gevinst på obligationer, hvor der som hovedregel heller ikke ville være dansk beskatning, hvis renteindtægten eller gevinsten var oppebåret direkte.

Figur 9.1. Avancebeskatning ved direkte og indirekte investering



*Ved udlodning af aktieudbytte til investorer hjemmehørende i udlandet skal et dansk udloddende selskab som udgangspunkt indeholde 27 pct. i udbytteskat. I medfør af kildeskattelovens § 2, stk. 6 eller selskabslovens § 2, stk. 3, udgør beskatningen dog 15 pct., såfremt der sker udveksling af oplysninger mellem Danmark og den fremmede stat via en dobbeltbeskatningsoverenskomst eller anden aftale. Dobbeltbeskatningsoverenskomster med investorens hjemland kan desuden medføre, at udbytteskatten skal sættes yderligere ned. Den udenlandske investor vil kunne foretage en tilbagesøgning af de overskydende beløb hos de danske skattemyndigheder.

For så vidt angår det generelle spørgsmål om at have en udbytteskat i forhold til udenlandske investorer, kan der henvises til afsnit 9.2.1.

Det bemærkes herudover, at beskatningen af udbytte som regel vil være den samme, uanset om den udenlandske investor investerer via et investeringsinstitut i investors hjemland eller via et dansk institut. Det kræver, at det pågældende udland også anser investeringsinstituttet for at være et selvstændigt skattesubjekt (og at der er indgået dobbeltbeskatningsoverenskomst mellem lan-

dene). En udenlandsk investor påvirkes således ikke negativt af de danske regler, i det omfang investor i sit hjemland mindst beskattes svarende til den danske kildeskat (på 15 pct.).

Det afgørende er således ikke, at der investeres via et dansk investeringsinstitut, men at der investeres via en enhed, der udgør et selvstændigt skattesubjekt.

Det er herudover korrekt, at beskattningen ikke er neutral for den udenlandske investor. Reglerne er dog baseret på at opnå neutralitet primært for danske investorer. Neutralitet i forhold til udenlandske investorer vil derfor kunne udfordre neutraliteten i forhold til danske investorer.

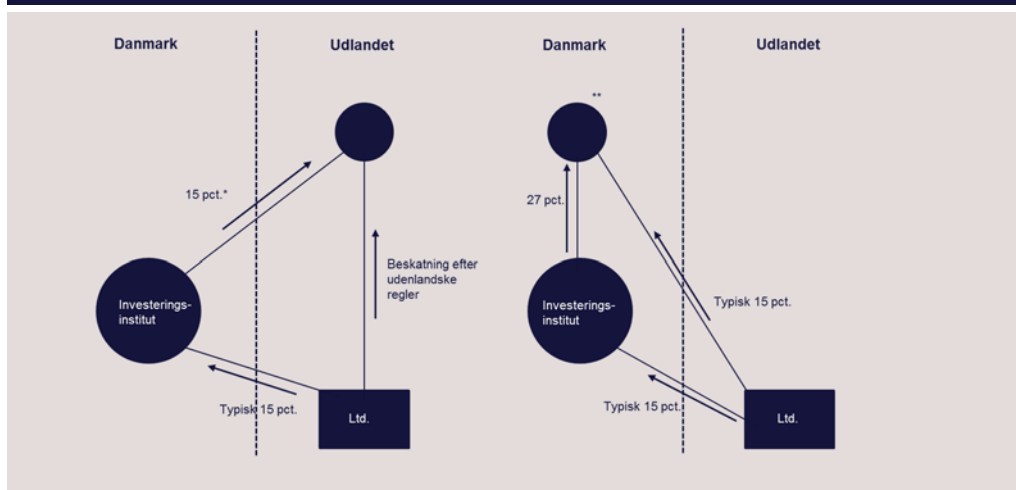
Konsekvenser for investorer ved indirekte investering i udenlandske aktier

Der er som nævnt fremsat kritik af beskattningen ved en investering i udenlandske aktier via et dansk investeringsinstitut. Kritikken går både på investeringer foretaget af danske og udenlandske investorer.

En investor, der investerer via et dansk investeringsinstitut i udenlandske aktier, vil kunne opleve en hårdere beskattning end i de tilfælde, hvor investor investerer direkte i en udenlandsk aktie. Dette skyldes, at der normalt indeholdes udbytteskat i udlandet, når et udenlandsk selskab udlodder udbytte til et dansk investeringsinstitut. Der er herefter ikke mulighed for lempelse på investorniveau, når nettobeløbet videreudloddet til investor, da der indeholdes dansk udbytteskat af hele det udloddede beløb. Der er således ingen mulighed for at få lempelse for den kildeskat, der er indeholdt i udlandet. Det danske skattepligtige udbytte reduceres dog med den skat, der er indeholdt i udlandet. Isoleret set vil det derfor være mere attraktivt at investere direkte i en udenlandsk aktie frem for gennem et dansk investeringsinstitut. Dette vil gælde, uanset om der er tale om et minimumsbeskattet investeringsinstitut eller et investeringsselskab.

Forskellen kan illustreres således for både danske og udenlandske investorer:

Figur 9.2. Beskattning af udbyttet ved direkte og indirekte investering i udenlandske aktier



*Ved udlodning af aktieudbytte til investorer hjemmehørende i udlandet skal et dansk udloddende selskab som udgangspunkt indeholde 27 pct. i udbytteskat. I medfør af kildeskattelovens § 2, stk. 6 eller selskabslovens § 2, stk. 3, udgør beskattningen dog 15 pct., såfremt der sker udveksling af oplysninger mellem Danmark og den fremmede stat via en dobbeltbeskatningsoverenskomst eller anden aftale. Dobbeltbeskatningsoverenskomster med investorens hjemland kan desuden medføre, at udbytteskatten skal sættes yderligere ned. Den udenlandske investor vil kunne foretage en tilbagesøgning af de overskydende beløb hos de danske skattemyndigheder.

**Forskellen i beskattningen kan betyde, at der ved udbytte på 100 fra det udenlandske selskab modtages et beløb på 62 efter skat hos den danske investor, når den danske investor modtager udbytte fra investeringsinstituttet. Ved en direkte investering i en udenlandske aktie vil den danske investor modtage et nettobeløb på 73, efter at der er sket lempelse for udenlandsk kildeskat.

Problemstillingen, der går igen for både danske og udenlandske investorer, *jf. figuren ovenfor*, skyldes ikke danske udbyttebeskatningsregler, men igen det faktum at investeringsinstituttet anses som et selvstændigt skattesubjekt. Problemstillingen vil også være relevant ved investering via et udenlandsk investeringsinstitut, i det omfang investeringsinstituttet anses som et selvstændigt skattesubjekt.

Det bemærkes særligt, at i relation til situationen, hvor det *danske investeringsinstitut udlodder til danske investorer*, vil der blive betalt udbytteskat, som påhviler den danske investors danske indkomst. Denne udbytteskat kan ikke reduceres med den udbytteskat, der er betalt i udlandet, idet den udenlandske udbytteskat påhviler investeringsinstituttet. Hvis investeringen i den udenlandske aktie var foretaget direkte, ville investor have mulighed for at opnå lempelse for den udenlandske kildeskat i den danske skat.

Efter omstændighederne kan det derfor være mere attraktivt for en dansk investor at investere direkte i en udenlandsk aktie frem for gennem et dansk investeringsinstitut. Dette vil gælde, uanset om der er tale om et minimumsbeskattet investeringsinstitut eller et investeringsselskab. Det vil også gælde, hvis der er tale om et udenlandsk investeringsinstitut, der anses som et selvstændigt skattesubjekt. Det betinges dog af, at investor ved en direkte investering har mulighed for at udnytte muligheden for lempelse. Det er ikke tilfældet, hvis investors indkomst er negativ, hvilket fx kan være tilfældet, hvis der er realiseret tab på andre aktier. Det kan således også være forbundet med fordele for den danske investor at investere i udenlandske aktier gennem et investeringsinstitut.

9.3 Modeller for justering af de gældende regler

Der er fremført ønsker om, at udenlandske investorer ikke skal betale udbytteskat ved investering via danske investeringsinstitutter. Der er henvist til, at den danske udbytteskat hæmmer mulighederne for at kunne tiltrække udenlandske investorer til de danske investeringsinstitutter. Således vil danske investeringsinstitutter i højere grad kunne konkurrere med investeringsinstitutter, som fx er hjemmehørende i Luxembourg og Sverige.

Overordnet vil modellerne gøre beskatningen mere neutral i forhold til en direkte investering, men modellerne vil på den anden side udfordre det centrale princip om at bibeholde udbyttebeskatningen af udenlandske investeringer i danske virksomheder.

Herudover vil modellerne udfordre neutraliteten i forhold til investeringer via andre selskaber, hvor der vil være dansk skat af udbytter, uanset hvilken indkomst der ligger til grund for udlodningen.

Det kan desuden være svært at forsvare ikke også at give tilsvarende lempelser til andre brancher – herunder i forhold til kapitalfundsbranchen, der på flere områder er sammenlignelig med investeringsfundsbranchen. Den reelle forskel består i, at kapitalfonde generelt baserer sine investeringer på relativt få selskaber med en stor ejerandel i modsætning til investeringsinstitutter, der generelt har en mere diversificeret placering af investeringerne.

Ud over at det kan være svært at argumentere for det hensigtsmæssige i at give målrettede skattelettelser, som udelukkende vil omfatte den danske investeringsfundsbranche og deres udenlandske investorer, vil der med målrettede lempelser blive skabt et incitament til, at kapitalfonde vil kanalisere deres investeringer gennem investeringsinstitutter frem for traditionelle kapitalfunds-

strukturer. Herved kan den danske beskatning af udbyttet fra investeringselskabet undgås, og ved investering i danske aktier nedbringes beskatningen af udbytte fra disse danske aktier således til 15 pct. Der er ikke i den videre analyse af visse af modellerne taget højde for de potentielt betydelige negative provenueffekter, som sådanne tiltag vil kunne have.

Målrettede skattelettelser ved udlændinges investering i danske investeringsinstitutter kunne desuden medvirke til, at danske investorer i højere grad vil kunne undgå den danske kildeskat ved investering indirekte i danske investeringsinstitutter ved fx at foretage disse investeringer gennem udenlandske enheder. De danske investorer vil være skattepligtige af investeringsafkastet fra udenlandske investeringsenheder, der investerer i danske investeringsinstitutter, men det vil bero på den danske investors egen selvangivelse, om skatten afregnes korrekt. Mulighederne for skatteunddragelse vil således blive forøgede i en række af modellerne.

Ændringer i beskatningen af udbytter skal ses i sammenhæng med, at Danmark generelt beskatter udbytter betalt til udenlandske investorer. Ved at indføre særregler, der specifikt relaterer sig til udenlandske investorers investeringer i danske investeringsinstitutter, er det naturligt indledningsvist at overveje, hvad konsekvenserne er af en generel ophævelse af udbyttebeskatningen for udenlandske investorers investeringer i porteføljeaktier – og dermed også for de investorer, der investerer igennem danske investeringsinstitutter. Det vil have betydelige provenumæssige konsekvenser at gennemføre en sådan ændring, hvilket der er set nærmere på i *model 1*. Modellen er således inddraget i analysen for at tydeliggøre, hvilket skatteprovenu der potentielt bringes i spil i forbindelse med gennemførelse af lempelser i udbytteskatten over for udenlandske investorer. Da analysen fokuserer på investeringer via investeringsinstitutter, er modellen ikke analyseret ud fra andre kriterier end de provenumæssige.

I *model 2 og 4* analyseres lempelser relateret til investering via investeringsinstitutter. I model 2 ophæves skattepligten generelt for udenlandske investorer i danske investeringsinstitutter. I model 4 ophæves udbytteskatten generelt for udenlandske investorer i danske investeringsinstitutter, bortset fra at udbyttet fra danske aktier, der ikke er beskattet ved betaling ind i investeringsinstitutter, beskattes hos den udenlandske investor. Model 4 er således mere snæver end model 2 og udfordrer ikke den særlige frikortsordning, som danske minimumsbeskattede investeringsinstitutter har, således at de ikke beskattes af udbytter fra danske selskaber.

Model 2 og 4 indebærer, at udenlandske investorer, der investerer via investeringsinstitutter, opnår en lempelse af udbyttebeskatningen. Begge modeller indebærer reelt, at udenlandske investorer ikke beskattes af udbyttet fra det danske investeringsinstitut og, hvis der er tale om investering i danske aktier, altid kan nøjes med at betale 15 pct. i skat af disse udbytter.

Nogle udenlandske investorer betaler dog i dag 27 pct. i udbytteskat ved investering i danske aktieselskaber. Modellerne vil derfor give et incitament til, at udenlandske investorer, der i dag beskattes med 27 pct., vil kanalisere deres investeringer i danske selskaber gennem investeringsinstitutter for derved at nedbringe den danske udbyttebeskatning. Dette vil bl.a. kunne være tilfældet for investorer i visse lavskattelande, samt kapitalfondsinvestorer, som i dag som udgangspunkt betaler 27 pct. i udbytteskat. Dette indgår ikke i provenuvurderingen af modellerne, og en udnyttelse af denne mulighed vil markant kunne forøge de provenumæssige konsekvenser af model 2 og 4.

Det vil være vanskeligt at målrette de beskrevne modeller, således at investorer hjemmehørende i lavskattelande, herunder kapitalfondsdeltagere, ikke også opnår en skattebegunstigelse ved at investere gennem investeringsinstitutter.

En begrænsning af modellerne, således at de fx kun finder anvendelse for investeringsinstitutter, der udgør UCITS, og som derfor er omfattet af de særlige EU-regler herom, vil ikke være tilstrækkelig, idet UCITS også af visse udenlandske investorer vil kunne bruges til investering i danske selskaber.

En begrænsning af modellerne, således at de kun omfatter UCITS, vil desuden være vanskelig sagligt at begrunde. Der ses således ingen begrundelse for, at kollektiv investering via en UCITS skal behandles gunstigere skattemæssigt i modsætning til mere skræddersyede investeringsprodukter, der er målrettet enkelt-investorer.

Det kan desuden ikke afvises, at der kan være statsstøtteretlige problemer forbundet med at udelukke visse i øvrigt anerkendte investeringsformer fra lempelsen.

Endelig vil der også være en udfordring ved lempelser, som udelukkende er målrettet udenlandske investorer. Herved skabes et incitament til, at danske investorer forsøger at undgå den danske kildeskat ved at foretage investeringer gennem udenlandske enheder. De danske investorer vil være skattepligtige af investeringsafkastet fra udenlandske investeringsenheder, der investerer i danske investeringsinstitutter, men det vil bero på den danske investors egen selvangivelse, om skatten afregnes korrekt. Mulighederne for skatteunddragelse vil således blive forøgede.

Branchens ønske om at lempe udbytteskatten over for udenlandske investorer skal herudover sammenholdes med, at der ikke kan peges på nævneværdige positive samfundsøkonomiske effekter af at lempe udbyttebeskatningen, *jf. afsnit 3.6*.

Der er herudover i *model 3* set på muligheder for at lempe beskattningen af danske investorer for at afbøde beskattningen af udbytter ind i investeringsinstituttet, ved at give danske investorer mulighed for at få lempelse for den udbytteskat, som investeringsinstituttet er blevet beskattet af. Modellen forøger således transparensen, således at investor i højere grad beskattes, som om der var foretaget en direkte investering. For denne model gælder det - ligesom for model 2 og 4 - at man på den ene side behandler investeringsinstitutterne som selvstændige skattesubjekter i nogle sammenhænge, men at man i andre sammenhænge kigger igennem investeringsinstituttet og sammenligner beskattningen med en direkte investering. Modellen vil komplicere regelsættet i en sådan grad, at det er tvivlsomt, om det vil kunne fungere i praksis. Samtidig vil modellen bryde med princippet om, at en skattepligtig ikke kan få lempelse for en beskattning, som er pålagt en anden skattepligtig. At bryde med dette princip vil kunne skabe en afsmittende effekt i forhold til andre situationer, og det kan potentielt være ødelæggende for det danske beskattningssystem.

Modellerne vurderes nedenfor ved at analysere dem i forhold til de overordnede kriterier, som anvendes i analysen, *jf. kapitel 3*. Det er dog ikke fundet relevant at se på andelsklasser, da mulighederne for at etablere andelsklasser ikke påvirkes i modellerne. Kriterierne er således:

1. *Neutralitet* mellem direkte og indirekte investeringsformer. Herved sikres, at skatten ikke er afgørende for investeringsformen.
2. *Provenu*. Det er afgørende, at der ikke kan ske skatteudskydelse ved at investere via et investeringsinstitut, ligesom det er afgørende at opretholde kildeskatten på aktieudbytter fra danske selskaber til udenlandske investorer.
3. *Import* vil øge konkurrencen på det danske marked til gavn for investorerne.
4. *Eksport* vil kunne øge volumen i danske investeringsinstitutter, hvad der kan give stordriftsfordele og minimere omkostningerne.
5. *Forenklinger* en fordel for både investorer og investeringsinstitutterne.

6. *Volumen* kan give stordriftsfordele og minimere omkostningerne.

Tabel 9.1. Opsummering af modeller for ændringer af udbyttebeskatningsreglerne

	Model 1: Generel ophævelse af beskattningen af alle udbytter fra Danmark til udenlandske investorer	Model 2: Ophævelse af beskattningen af udbytter fra danske investeringsinstitutter til udenlandske investorer	Model 3: Lempelse på investorniveau for udenlandsk beskattning af investeringsinstituttet	Model 4: Udlodning fra danske investeringsinstitutter til udenlandske investorer – separering af udbytteudlodninger fra danske selskaber
Mere neutralitet		Ja, delvist for udenlandske investorer. Nej, for danske investorer.	Ja, som udgangspunkt.	Ja, delvist.
Årligt mindreprovenu*	Ca. 3.340 mio. kr. efter tilbageløb og adfærd.	Ca. 10 mio. kr. efter tilbageløb og adfærd, hvori der dog ikke er indregnet potentielt betydelige afledte effekter af, at andre brancher vil kunne benytte investeringsinstitutter til at nedbringe beskattningen af udbytte fra investeringer i Danmark.	Ca. 665 mio. kr. efter tilbageløb og adfærd.	Ca. 20 mio. kr. efter tilbageløb og adfærd, hvori der dog ikke er indregnet potentielt betydelige afledte effekter af, at andre brancher vil kunne benytte investeringsinstitutter til at nedbringe beskattningen af udbytte fra investeringer i Danmark.
Forbedret import		Nej.	Nej.	Nej.
Forbedret eksport		Ja.	Nej.	Ja.
Større forenkling		Nej, dog en vis forenkling for udenlandske investorer.	Nej, stærkt komplicerende.	Nej.
Større volumen		Ja.	Nej.	Ja.

Anm. Det skal bemærkes at provenuskønnene skal betragtes som grove overslag, og at de ifm. med en eventuel konkret politisk behandling vil skulle konsolideres.

*Beregningerne tager højde for visse adfærdseffekter, men de estimerede provenueffekter er behæftet med betydelig usikkerhed. Beregningerne tager fx ikke højde for, at der vil opstå et incitament til, at udenlandske investorer, der i dag betaler 27 pct. i udbytteskat fx investorer i kapitalfonde, vil kanalisere deres investeringer gennem investeringsinstitutter frem for traditionelle kapitalfondsstrukturer for derved at nedbringe den danske udbyttebeskatning. Dette kan være aktuelt for model 2 og 4.

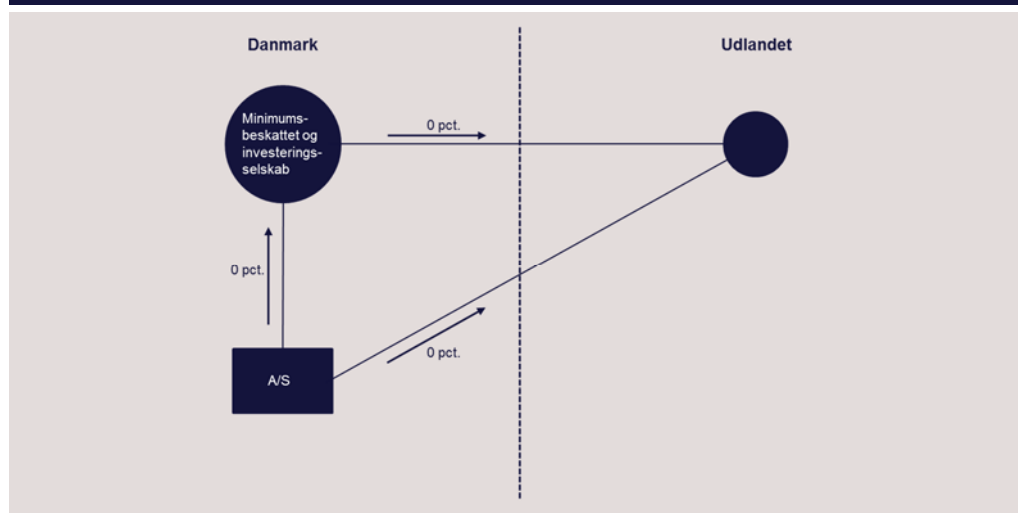
9.3.1 Model 1: Generel ophævelse af beskattningen af alle udbytter fra Danmark til udenlandske investorer

Som ovenfor nævnt er beskattningen af udbytte fra danske investeringsinstitutter til udenlandske investorer blevet kritiseret.

Model 1 er inddraget i analysen for at tydeliggøre, hvilket skatteprovenu der potentielt bringes i spil i forbindelse med gennemførelse af lempelser i udbytteskatten over for udenlandske investorer. Da analysen fokuserer på investeringer via investeringsinstitutter, er modellen ikke analyseret ud fra andre kriterier end de provenumæssige.

En generel ophævelse af beskattningen af udbytter til udenlandske investorer vil få betydning både i forhold til udbytter fra unoterede porteføljeaktier og i forhold til udbytter fra børsnoterede porteføljeaktier, da det vil være svært at argumentere for at fastholde en udbyttebeskattning af unoterede porteføljeaktier, hvis der ikke er beskattning af udbytter fra børsnoterede porteføljeaktier. Investeringer igennem investeringsinstitutter foretages som regel i børsnoterede aktier.

Figur 9.3. Umiddelbare effekter af model 1



Modellen indebærer, at udenlandske investorer fritages for dansk skat på udbytter fra danske aktieselskaber. Ved udgangen af 2014 beløb beholdningsværdien af danske aktier registreret i VP Securities sig til ca. 2.050 mia. kr., hvoraf godt halvdelen havde udenlandske ejere. Hvis det lægges til grund, at det danske aktiemarked i gennemsnit opnår et afkast på 7 pct. om året, hvoraf 2/7 udbetales som udbytte, skønnes modellen at medføre et umiddelbart mindre provenu på ca. 3.320 mio. kr.

Modellen indebærer ligeledes, at der fremover ikke skal indeholdes kildeskat, når danske aktieselskaber udlodder udbytter til danske investeringsselskaber. Dette kommer også danske investorer til gode, da danske udbytter optjent i investeringsselskaberne fremover beskattes på samme måde som andre investeringsformer. Med en investeret formue på ca. 100 mia. kr. i aktiebaserede investeringsselskaber af samtlige danske investorer, skønnes modellen at medføre et umiddelbart mindre provenu på yderligere 25 mio. kr.

Modellen skønnes således samlet set at medføre et umiddelbart mindreprovenu på ca. 3.345 mio. kr., hvoraf ca. 25 mio. kr. skønnes at tilfalde danske investorer i form af skattelettelser i investerings-selskaberne.

Der vurderes ikke at være adfærdsmæssige ændringer af provenumæssig betydning, og der indregnes alene tilbageløb på den del af modellen, som vedrører danske investorer. Det skønnes således, at det samlede mindreprovenu efter tilbageløb og adfærd beløber sig til ca. 3.340 mio. kr. I det omfang investorerne, fx investorer i udenlandske kapitalfonde, foretager deres investering i unoterede danske aktieselskaber, der ikke er registreret i VP, vil ovenstående skøn undervurdere mindreprovenuet ved modellen.

9.3.2 Model 2: Ophævelse af beskatningen af udbytter fra danske investeringsinstitutter til udenlandske investorer

Modellen indebærer, at der ikke skal indeholdes udbytteskat ved udlodning fra investeringsinstitutter til udenlandske investorer. Dette vil svare til de udbyttebeskatningsregler, som er i Luxembourg, og som Sverige har indført for nylig.

Det er ved vurderingen af modellen forudsat, at der ikke er tale om en fuldstændig ophævelse af beskatningen af udbytter fra danske selskaber til udenlandske investorer som i model 1. Det er i stedet i denne model forudsat, at der vil være udbyttebeskatning ved udlodning fra danske selskaber til investeringsinstituttet. Det vil i givet fald skulle vurderes nærmere, om sådan en model lever op til statsstøttere reglerne.

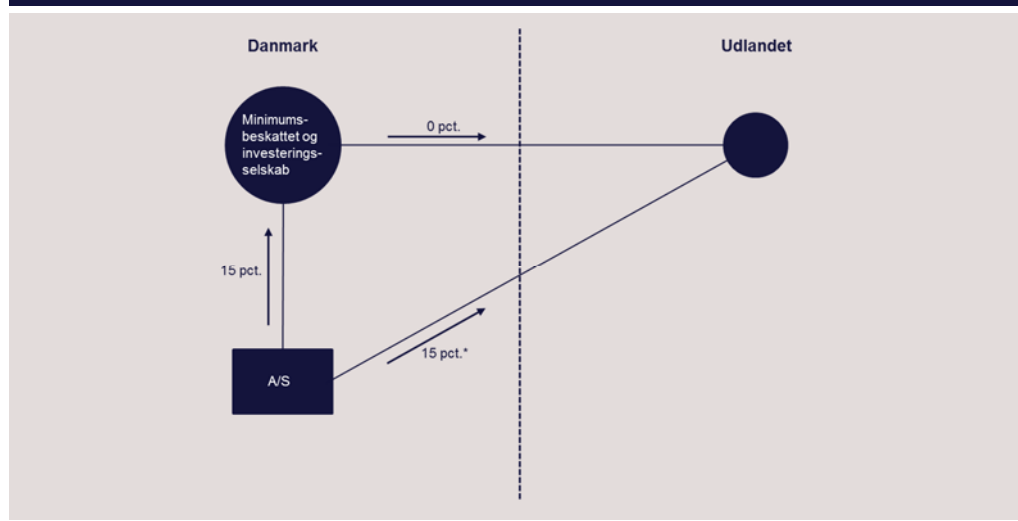
For minimumsbeskattede investeringsinstitutter forudsætter modellen, at frikortsordningen ophæves, og at det minimumsbeskattede investeringsinstitut betaler udbytteskat på samme måde som et investeringsselskab, dvs. med 15 pct. af udbytte af danske aktier. Hvis ikke frikortsordningen ophæves, ville modellen reelt svare til en generel ophævelse af udbyttebeskatningen, *jf. model 1*.

EU's regler om kapitalens frie bevægelighed kræver, at modellen skal gælde for alle udenlandske investorer, herunder investorer hjemmehørende i såkaldte lavskattelande.

Modellen kan opsummeres til følgende:

- Der indeholdes ikke udbytteskat ved udlodning fra danske investeringsinstitutter til udenlandske investorer eller ved opgørelsen af minimumsindkomsten.
- Beskatning af udenlandske investorers direkte investeringer i danske aktier ændres ikke.
- Minimumsbeskattede investeringsinstitutter beskattes af indgående danske aktieudbytter (frikortsordningen ophæves).

Figur 9.4. Umiddelbare effekter af model 2



*Ved udlodning af aktieudbytte til investorer hjemmehørende i udlandet skal et dansk udloddende selskab som udgangspunkt indeholde 27 pct. i udbytteskat. I medfør af kildeskattelovens § 2, stk. 6 eller selskabslovens § 2, stk. 3 udgør beskattningen dog 15 pct., såfremt der sker udveksling af oplysninger mellem Danmark og den fremmede stat via en dobbeltbeskatningsoverenskomst eller anden aftale. Dobbeltbeskatningsoverenskomster med investorens hjemland kan desuden medføre, at udbytteskatten skal sættes yderligere ned. Den udenlandske investor vil kunne foretage en tilbagesøgning af de overskydende beløb hos de danske skattemyndigheder.

Neutralitet

En ophævelse af beskattningen af udbytter fra danske investeringsinstitutter til udenlandske investorer indebærer, at det som udgangspunkt skattemæssigt bliver ligegyldigt for den udenlandske investor, om investering i danske aktier sker direkte eller via et investeringsinstitut. Der vil således kun være tale om udbytteskat én gang, dvs. ved udlodning til investeringsinstituttet.

En skattefritagelse af udbytter til udenlandske investorer vil desuden medføre en højere grad af neutralitet i forhold til beskattning af renter, kursgevinster og aktieavancer, der som udgangspunkt vil være skattefrie ved direkte investering.

I forhold til beskattningen af udbytter fra danske aktier vil modellen betyde, at den udenlandske investor beskattes ens, uanset om investeringen sker direkte i en dansk aktie eller via et dansk investeringsinstitut.

Modellen vil på den anden side betyde, at investeringsinstitutter skattemæssigt vil blive behandlet anderledes end andre selskabsformer. Modellen vil således bryde med princippet om, at der er beskattning af udbytter fra selskaber, uanset hvilken form for indkomst der ligger til grund for udbytteudlodningen.

Dette princip er dog ikke uden undtagelser. I det gældende regelsæt er der fx en regel om, at der ikke er udbytteskat ved udlodning af udbytte fra et minimumsbeskattet investeringsinstitut til en udenlandsk investor, hvis det minimumsbeskattede investeringsinstitut udelukkende investerer i obligationer. Her afhænger udbyttebeskattningen således af den underliggende investering. Hvis den underliggende investering er i danske aktier, vil der være indeholdt dansk udbytteskat ved udlodningen til investeringsinstituttet, og man kan argumentere for, at der ikke er grund til, at der skal indeholdes udbytteskat to gange.

I modsat retning trækker, at investeringsinstituttet stadig anses for et selvstændigt skattesubjekt. Dette er netop udtryk for, at investor ikke foretager sin investering direkte. Hvis der skal være en

sammenhæng mellem den skattemæssige organisationsform og beskatningen, må det naturligt føre til, at der er beskatning ved udlodning til investeringsinstituttet og igen ved udlodning fra investeringsinstituttet.

Der kan i den forbindelse henvises til, at det forhold, at investeringsinstituttet er et selvstændigt skattesubjekt, har betydning i forhold til tilbagesøgning af for meget opkrævet udbytteskat i udlandet. I den situation er det afgørende for investeringsinstituttets tilbagesøgningsmulighed, at investeringsinstituttet netop udgør et selvstændigt skattesubjekt, og at det ikke er transparent. På trods af modellen er det således fortsat af betydning, at investor ikke har foretaget investeringen direkte i den udenlandske aktie.

I forhold til investeringer i udenlandske aktier indebærer modellen i relation til udenlandske investorer, at der kun vil være udbytteskat ind i investeringsinstituttet. Dvs. at beskatningen i den forstand er neutral i forhold til en direkte investering. Modellen ændrer dog ikke på, at den udenlandske investor ikke vil kunne tilbagesøge evt. for meget indeholdt udenlandsk udbytteskat. Dette er en konsekvens af, at der investeres via et selvstændigt skattesubjekt, således at lempelsen reelt tilkommer investeringsinstituttet.

I relation til danske investorer, der investerer via et investeringsinstitut med minimumsbeskatning, vil modellen indebære, at der både vil være beskatning ind i investeringsinstituttet og ved udlodning fra investeringsinstituttet. Efter de gældende regler har investeringsinstitutter med minimumsbeskatning mulighed for at opnå frikort, således at der ikke skal indeholdes udbytteskat, når danske selskaber udlodder udbytte til investeringsinstituttet. Hvis frikortsordningen ophæves af hensyn til at give mulighed for skattefrihed ved udlodning fra investeringsinstituttet til udenlandske investorer, vil dette betyde en stramning i beskatningen af danske investorer. Om dette problem vil kunne løses, fx ved at den danske investor kompenseres i sin beskatning svarende til den udbytteskat, som er betalt af investeringsinstituttet, analyseres nærmere i model 3. Herudover analyseres det i model 4, om det ved udlodning fra danske investeringsinstitutter til udenlandske investorer er muligt at separere udlodninger, der stammer fra danske selskaber.

Modellen kunne alternativt indrettes således, at fritagelsen for udbyttebeskatning af udenlandske investorer udelukkende gælder ved investering i investeringsselskaber. Herved vil minimumsbeskattede investeringsinstitutter ikke blive påvirket af modellen, således at frikortsordningen kan bevares til gavn for danske investorer. Modellen vil dog i så fald ikke give mulighed for at få øget andelen af udenlandske investorer i de minimumsbeskattede investeringsinstitutter. Herved vil modellen ikke i så stort omfang kunne være medvirkende til at gøre de minimumsbeskattede investeringsinstitutter til en egnet ramme for både danske og udenlandske investorer.

Provenu

Modellen bevirker, at udenlandske investorer fremover fritages for udbytteskat ved udlodninger fra investeringsinstitutter. Ifølge SKAT blev der i 2014 indeholdt udbytteskat for knap 30 mio. kr. ved udlodninger til udenlandske investorer, inkl. danskere bosat i udlandet, fra danske investeringsselskaber og minimumsbeskattede investeringsinstitutter. Fremskrevet til 2015-niveau svarer dette til et umiddelbart mindre provenu på ca. 31 mio. kr., hvis udbytteudlodningerne fritages for beskatning.

Udenlandske investorer har i dag mulighed for at opnå en tilsvarende beskatning, fx ved at investere via et akkumulerende investeringsselskab. Udenlandske investorer vil dog opnå forbedrede investeringsmuligheder via Danmark, da de fremover vil kunne opnå en neutral beskatning via de

minimumsbeskattede investeringsinstitutter sammenlignet med direkte investeringer i danske aktier.

Modellen indebærer, at frikortet ophæves, hvorved danske aktieselskaber fremover skal indeholde kildeskat ved udbytteudlodninger til minimumsbeskattede investeringsinstitutter. Dermed vil danske investorer fremover betale udbytteskat to gange – første gang når det danske aktieselskab udlodder udbytter til det minimumsbeskattede investeringsinstitut, og anden gang når instituttet udlodder til investor. Med en beholdningsværdi af danske aktier i de minimumsbeskattede investeringsinstitutter på ca. 35 mia. kr. skønnes ophævelse af frikortet at medføre et umiddelbart merprovenu på ca. 55 mio. kr.

Danske investorer vil således opleve en effektiv skattestigning, hvorimod udenlandske investorer opnår en beskedent lempelse, samt flere neutralt beskattede investeringsmuligheder via Danmark.

Modellen forringer danske investorers incitament til at investere i danske aktier via minimumsbeskattede institutter. Hvis institutternes beholdningsværdi af danske aktier halveres, skønnes merprovenuet ved at afskaffe frikortet, at blive reduceret til knap 20 mio. kr. efter tilbageløb og adfærd.

Modellen skønnes således at resultere i et samlet mindreprovenu på ca. 11 mio. kr. efter tilbageløb og adfærd, hvori der dog ikke er indregnet potentielt betydelige afledte effekter af, at andre brancher vil kunne benytte investeringsinstitutter til at nedbringe beskattningen af udbytte fra investeringer i Danmark.

Nogle udenlandske investorer betaler i dag 27 pct. i udbytteskat. Disse investorer vil de facto kunne få nedsat den effektive danske beskatning til 15 pct. Modellen vil derfor give et incitament til, at udenlandske investorer, der i dag beskattes med 27 pct., vil kanalisere deres investeringer i danske selskaber gennem investeringsinstitutter for derved at nedbringe den danske udbyttebeskatning. Dette vil bl.a. kunne være tilfældet for investorer i visse lavskattelands, samt kapitalfondsinvestorer, som i dag som udgangspunkt betaler 27 pct. i udbytteskat. Dette kan potentielt resultere i et anseeligt mindreprovenu, som dog ikke lader sig kvantificere nærmere, og som derfor ikke er inkluderet i ovenstående provenuskøn.

Import

Modellen vil ikke umiddelbart forbedre mulighederne for import, da modellen kun lemper udbyttebeskatningen af udenlandske investorer.

For danske investorer ligestilles investering via et dansk og et udenlandsk minimumsbeskattet investeringsinstitut, da modellen som udgangspunkt indebærer, at den såkaldte frikortsordning skal ophæves. Dermed skal der i begge tilfælde indeholdes udbytteskat fra danske aktier. Men da udenlandske investeringsinstitutter generelt ikke ønsker at tilbyde danske investorer minimumsbeskattede investeringsinstitutter, vurderes dette ikke i sig selv at kunne have effekt på importmulighederne.

Eksport

Modellen vil kunne være medvirkende til, at danske investeringsinstitutter i højere grad kan markedsføre deres produkter i forhold til udenlandske investorer, idet der i forhold til udenlandske investorer ikke skal indeholdes skat i Danmark ved udlodning fra investeringsinstituttet eller ved opgørelsen af minimumsindkomsten. Udenlandske investorer har dog allerede i dag mulighed for

at undgå den danske udbytteskat ved at investere i akkumulerende investeringsselskaber og realisere gevinsten via salg af investeringsbeviset.

I de situationer, hvor den udenlandske investor modtager udbytte, vil den udenlandske investor i dag i mange tilfælde være skattepligtig af udbyttet i sit hjemland. Efter reglerne i dobbeltbeskatningsoverenskomsterne skal hjemlandet normalt give fradrag for evt. betalt udbytteskat i det land, hvor udbyttet kommer fra. Tilsvarende følger af intern lovgivning i mange lande. Hvis Danmark ikke opkræver udbytteskat, vil det således ikke påvirke beskatningen af de investorer, som er skattepligtige i hjemlandet. I disse situationer vil der derfor blot være tale om, at Danmark opgiver sin beskatningsret, således at udlandet i stedet får beskatningen. For investor vil beskatningen som udgangspunkt være den samme.

I forhold til visse investorer vil skattefritagelsen af udbyttet dog have effekt. Det gælder for investorer, der er skattefrie i deres hjemlande, hvilket fx kan være pensionskasser eller investorer hjemmehørende i lavskattelande. Det bemærkes hertil, at lempelse for skattefri pensionskasser kan indføres via konkrete dobbeltbeskatningsoverenskomster, hvor også danske pensionskasser får mulighed for at opnå en tilsvarende lempelse.

Forenkling

Modellen vil være forenkling for investeringsinstitutterne, der ikke skal indeholde udbytteskat ved udlodning til udenlandske investorer. Investeringsinstituttet skal dog sikre sig, at der reelt er tale om en udenlandsk investor, hvilket kan give en komplikation af regelsættet. Hvis det skal sikres, at danske investorer ikke via investeringer i udlandet kan blive skattefrie af udbytte, kan der være behov for komplicerende værnsregler.

Modellen vil give forenkling for udenlandske investorer, som ikke skal tilbagesøge udbytteskat i de situationer, hvor der er indeholdt for meget kildeskat i forhold til den konkrete dobbeltbeskatningsoverenskomst. For de danske skattemyndigheder vil dette også indebære en administrativ forenkling.

Samlet vurderes modellen ikke at være forenkling.

Volumen

I det omfang modellen vil give danske investeringsinstitutter mulighed for at sælge de samme afdelinger til udenlandske investorer, som sælges til danske investorer, vil det give mulighed for større volumen i disse afdelinger. I det omfang modellen også skal virke i forhold til de minimumsbeskattede investeringsinstitutter, vil disse i videre omfang kunne tilbydes både til danske og udenlandske investorer.

9.3.3 Model 3: Lempelse på investorniveau for investeringsinstituttets udbyttebeskatning

I model 1 og 2 er der set på, hvorvidt det er muligt at ophæve beskatningen af udbytter til udenlandske investorer. Dels en generel skattefritagelse dels en skattefritagelse af udbytter fra danske investeringsinstitutter.

Ud over udbyttebeskatningen af udenlandske investorer er der fremsat kritik af, at både udenlandske og danske investorer oplever en hårdere beskatning, når de foretager deres investering via et investeringsinstitut. Det gælder, når der investeres i udenlandske aktier via det danske investeringsinstitut. Hverken udenlandske eller danske investorer kan således opnå lempelse for den udbytteskat, som er indeholdt i det land, hvor det udbyttegivende selskab er hjemmehørende. Uden sær-

regler vil investor således opleve, at der både er udbytteskat ind i investeringsinstituttet og igen ved udlodning fra investeringsinstituttet.

I forhold til en dansk investor er der heller ikke mulighed for at opnå lempelse for den udbytteskat, som et investeringsselskab har betalt ved modtagelse af udbytte af danske aktier. Ved investering via et investeringsselskab vil en dansk investor således være udsat for, at investeringen pålægges udbytteskat ved udlodning til investeringsselskabet og igen ved udlodning fra investeringsselskabet. En tilsvarende problemstilling ville opstå, hvis frikortordningen for minimumsbeskattede investeringsinstitutter blev ophævet.

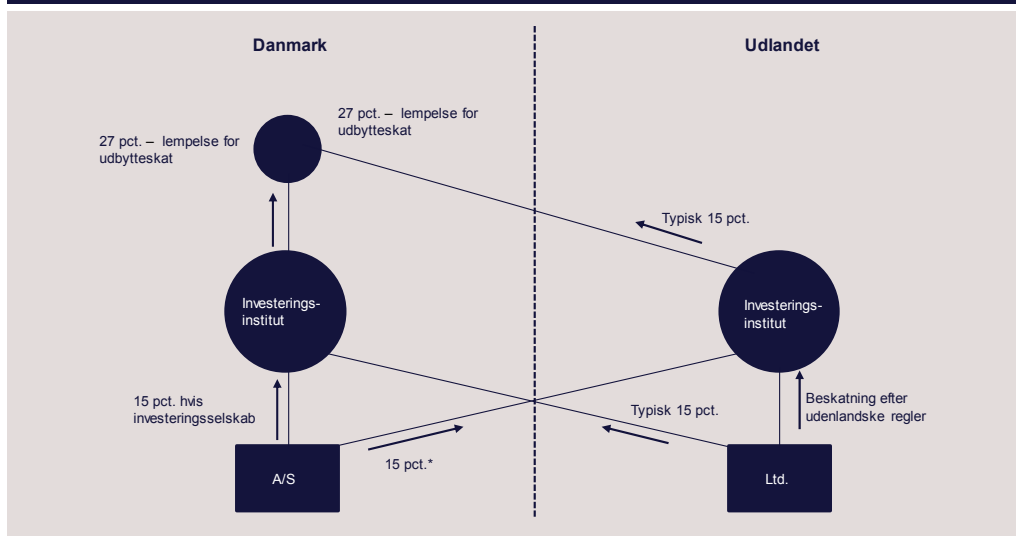
På denne baggrund undersøges det, om det er muligt at give investor lempelse for den udbytteskat, som investeringsinstituttet har betalt. Dette kan fx gøres ved at give lempelse for den indeholdte udbytteskat ved udlodning af udbytte til en dansk investor. Det kan gøres ved at nedsætte beskattingsprocenten for udbytte fra investeringsinstitutter for den indkomst, der relaterer sig til aktieudbytter, eller der kan indføres en egentlig lempelsesadgang for udbytter, der er beskattet ved udbetaling til investeringsinstituttet.

Det er umiddelbart vurderingen, at en sådan regel bør gælde, uanset om der investeres via danske eller udenlandske investeringsinstitutter, da lempelsen ikke er yderligere betinget i forhold til beskattningen af indkomsten via investeringsinstituttet. Det er samtidig vurderingen, at en særlig lempelsesadgang bør omfatte både danske og udenlandske aktier, som investeringsinstitutterne har investeret i, idet EU-reglerne om kapitalens frie bevægelighed anses for at nødvendiggøre dette.

Modellen kan opsummeres til følgende:

- Danske investorer får lempelse for udbytteskat af udbytte fra det udbyttebetalende selskab til det investeringsinstitut, investor har investeret i.
- Lempelsesadgangen skal gælde både ved investering i danske og udenlandske investeringsinstitutter.
- Lempelsesadgangen skal gælde både ved investeringsinstituttets investering i danske og udenlandske aktier og dermed både for danske og udenlandske kildeskatter.
- Lempelsen beregnes på grundlag af den konkrete udbytteskat, som er indeholdt for hver enkelt af investeringsinstituttets aktier.
- Modellen vil indebære, at reglerne for opgørelse af minimumsindkomsten i de minimumsbeskattede investeringsinstitutter skal justeres for at forhindre, at den danske investor får lempelse to gange for den samme skat.

Figur 9.5. Umiddelbare effekter af model 3



*Ved udlodning af aktieudbytte til investorer hjemmehørende i udlandet skal et dansk udloddende selskab som udgangspunkt indeholde 27 pct. i udbytteskat. I medfør selskabslovens § 2, stk. 3, udgør beskattningen dog 15 pct. såfremt der sker udveksling af oplysninger mellem Danmark og den fremmede stat via en dobbeltbeskatningsoverenskomst eller anden aftale. Dobbeltbeskatningsoverenskomster med investorens hjemland kan desuden medføre, at udbytteskatten skal sættes yderligere ned. Den udenlandske investor vil kunne foretage en tilbagesøgning af de overskydende beløb hos de danske skattemyndigheder.

Neutralitet

For den danske investor vil modellen medføre neutralitet set i forhold til at have investeret direkte i en dansk eller udenlandsk aktie. Lempelsesadgangen vil sikre, at der samlet kun betales den udbytteskat, der ville være betalt ved direkte investering.

I forhold til danske investorers investering via danske minimumsbeskattede investeringsinstitutter gælder i dag, at der kan udstedes et såkaldt frikort, således at der kun betales udbytteskat én gang ved udlodning fra investeringsinstituttet. Derfor er modellen ikke umiddelbart relevant i forhold til danske investorer i danske minimumsbeskattede investeringsinstitutter, der investerer i danske aktier. Hvis frikortsordningen ønskes ophævet, eller hvis der ønskes ens regler i alle situationer, vil modellen kunne være et alternativ til frikortsordningen, der også skaber neutralitet.

Effekten af modellen vil dog være lidt anderledes end den eksisterende frikortsordning. Minimumsbeskattede investeringsinstitutter opgør minimumsindkomsten efter et nettoprincip, hvor betalte kildeskatter på aktieudbytter fragår i den opgjorte minimumsindkomst. Dette nettoprincip kan i visse tilfælde være mere fordelagtigt for investor end muligheden for lempelse ved direkte investering. Det skyldes, at investor kun kan udnytte lempelsen, hvis der er en positiv indkomst af foretage lempelsen i. Hvis investors indkomst er negativ som følge af, at der fx er realiseret tab på direkte ejede aktier, der gør den samlede aktieindkomst negativ, vil investor ikke have mulighed for at få lempelse for den udenlandske kildeskat. Minimumsindkomsten kan derimod blive negativ og fremføres til senere år. Det gældende nettoprincip ved opgørelse af minimumsindkomsten er i visse tilfælde i dag bedre for investor end at have mulighed for lempelse ved direkte investering.

Det er derfor vurderingen, at reglerne for opgørelsen af minimumsindkomsten nødvendigvis bør justeres, da opgørelsen af minimumsindkomsten efter nettoprincipet bevirker, at investor ellers vil blive overkompenseret. Denne ændring af opgørelsen af minimumsindkomsten vil også påvirke udenlandske investorer, der investerer i danske minimumsbeskattede institutter. For udenlandske investorer vil modellen således gøre de minimumsbeskattede investeringsinstitutter mindre neu-

trale, end de er med de gældende regler. Det skyldes, at den danske udbyttebeskatning af minimumsindkomsten vil blive større, hvilket vil påvirke de udenlandske investorers skattebetalinger til Danmark.

Det skal bemærkes, at modellen er i strid med alment gældende principper for lempelse. Det er generelt således i dansk skatteret, at en skattepligtig ikke kan opnå lempelse for en skat, der er betalt af en anden skattepligtig. De enkelte skattesubjekter betragtes isoleret. Det er det danske investeringsinstitut, der er skattesubjekt i relation til den udenlandske skat, og derfor er det ikke investor i investeringsinstituttet, der vil kunne få lempelse. Dilemmaet ved at søge at gennemføre en ens og neutral beskatning ved at lave særregler om udbyttebeskatningen er således, at investeringsinstitutterne på linje med andre skattesubjekter fx almindelige aktieselskaber ikke er skatte-transparente. Der kan således i visse situationer opstå beskatning i flere led, og den økonomiske dobbeltbeskatning, der opstår som følge heraf, er fuldt ud anerkendt i dansk og international skatteret.

Provenu

Med modellen bliver danske investorer kompenseret fuldt ud for udbytteskatter indeholdt ved udlodninger ind i investeringsinstitutterne. Dette omfatter udlodninger fra både danske og udenlandske aktieselskaber – både til minimumsbeskattede investeringsinstitutter og til investeringsselskaber. De danske minimumsbeskattede institutter er allerede fritaget for udbytteskat ved investering i danske aktier via frikortet, hvorved modellen i dette tilfælde kun er relevant for investeringer i udenlandske aktier.

Der lægges til grund for beregningerne, at udenlandske aktieselskaber indeholder 15 pct. (efter evt. tilbagesøgning) i udbytteskat ved udlodning til danske investeringsinstitutter, og at danske aktieselskaber indeholder 15 pct. ved udlodning til investeringsselskaber og 0 pct. ved udlodning til danske minimumsbeskattede investeringsinstitutter. Samtidig bemærkes det, at institutternes betalte udbytteskat nødvendigvis må fragå i opgørelsen af minimumsindkomsten eller i værdien af investeringsbeviserne. Dermed opnår investor implicit fradrag for den indeholdte udbytteskat, når minimumsindkomsten opgøres i de minimumbeskattede institutter, eller når avancen opgøres i de lagerbeskattede investeringsselskaber.

Med en beholdningsværdi på ca. 1.135 mia. kr. i danske investeringsinstitutter registreret i VP, hvor det vurderes, at ca. 455 mia. kr. er placeret i aktiebaserede afdelinger, skønnes modellen at medføre et umiddelbart mindreprovenu på ca. 880 mio. kr.

Der forventes ingen adfærdsmæssige ændringer af nævneværdig provenumæssig betydning, omend investeringsinstitutterne bliver mere attraktive som investeringsform for danske investorer, end det er tilfældet i dag. Dette gælder særligt investeringsselskaberne, da modellen neutraliserer de minimumsbeskattede institutters konkurrencefordel i form af frikortet. Modellen ændrer dog ikke afgørende på, at danske investorer i investeringsselskaberne beskattes relativt hårdt i forhold til andre investeringsformer, da afkastet altid henregnes til kapitalindkomsten og lagerbeskattes. Samtidig kompenserer modellen for en eksisterende merbeskatning i institutterne i forhold til direkte investering, hvorved modellen øger neutraliteten. Det vurderes derfor ikke, at investeringsinstitutterne i noget nævneværdigt omfang vil kunne tiltrække flere investeringer. Provenuvirkningen af evt. adfærd ændringer begrænses yderligere af den relativt neutrale beskatning. Efter tilbageløb og adfærd skønnes modellen at indebære et mindreprovenu på ca. 665 mio. kr.

Import

Modellen omfatter også danske investorers investeringer via udenlandske investeringsinstitutter. Modellen vil derfor isoleret set øge importmulighederne, da danske investorer får en lempelse ved at investere i udenlandske investeringsinstitutter. Men da investor opnår tilsvarende lempelse ved investering gennem danske investeringsinstitutter, er det vurderingen, at modellen samlet ikke vil have en effekt på mulighederne for import.

Hertil kommer, at det vil være vanskeligt at opgøre, hvilken skat investor skal gives lempelse for på investorniveau. Det udenlandske investeringsinstitut skal kunne opgøre præcist, hvor meget der er indeholdt i udbytteskat fra hver enkelt underliggende aktie, for at lempelsen på investorniveau kan beregnes. Det vil således komplicere investeringsinstitutternes dokumentationskrav, og dette vil gøre det mindre attraktivt for et udenlandsk investeringsinstitut at markedsføre sig på det danske marked, uanset om det udenlandske investeringsinstitut kvalificeres som minimumsbeskattet investeringsinstitut eller som investeringsselskab.

Mulighederne for import af udenlandske investeringsinstitutter vil således samlet bliver væsentligt hæmmet af denne model.

Eksport

Modellen er kun relevant for danske investorer og vil således ikke påvirke mulighederne for eksport af danske investeringsinstitutter.

Forenkling

Modellen vil komplicere regelsættet væsentligt. Principielt vil modellen kræve, at det opgøres, hvor meget udbytteskat, investeringsinstituttet har betalt i forhold til dels danske aktier dels udenlandske aktier. Og denne opgørelse skal fordeles på de enkelte danske investorer, med henblik på at investor kan opnå lempelse for denne skat.

Når lempelsesberegningen på investorniveau skal gennemføres præcist, som om de underliggende aktier var ejet direkte, vil det være nødvendigt at tage højde for den betalte skat for hver enkelt aktie. Og i princippet vil der også skulle foretages en vurdering af den konkrete lempelse på investorniveau, der bl.a. vil afhænge af, om investor er en person eller et selskab. Dette vurderes at være en kompliceret proces, herunder navnlig når der ejes mange aktier, og de pågældende selskaber er hjemmehørende i forskellige kildelande. Særligt for udenlandske investeringsinstitutter, der ønsker at markedsføre sig på det danske marked, vil disse opgørelseskrav kun medvirke til, at det danske marked bliver mindre interessant end efter de i dag gældende regler.

Volumen

Modellen vurderes ikke at skabe mulighed for større volumen i de danske investeringsinstitutter.

9.3.4 Model 4: Udlodning fra danske investeringsinstitutter til udenlandske investorer – separering af udbytteudlodninger fra danske selskaber

For at skabe den størst mulige transparens i forhold til en direkte investering i de underliggende værdipapirer kan det overvejes at separere danske aktieudbytter fra øvrige indtægter. Dette vil kunne muliggøre, at en udenlandsk investor kun beskattes af danske aktieudbytter, og dermed at den udenlandske investor ikke (kilde)beskattes af de beløb, der stammer fra et investeringsinstituts realiserede aktieavancer. Det giver også mulighed for, at der ikke opkræves skat af renter og kursgevinster af danske og udenlandske obligationer, som en udenlandsk investor ikke ville være skattepligtig af ved direkte investering.

Tilsvarende kan det overvejes at separere den del af udbytteudlodningen til udenlandske investorer, der hidrører fra investering i udenlandske aktier for at tage højde for, at der allerede er indeholdt udenlandsk kildeskat i dette beløb.

Modellen kan ses i sammenhæng med modellerne 2 og 3. Model 2 om skattefritagelse af udbytter fra danske investeringsinstitutter til udenlandske investorer forudsætter, at frikortsordningen for danske minimumsbeskattede investeringsinstitutter ophæves. En ophævelse af frikortsordningen vil dog skærpe beskatningen over for danske investorer. Model 3 analyserer bl.a. mulighederne for at kompensere den danske investor for en ophævelse af frikortsordningen ved at give lempelse i den danske investors skat. Som alternativ til model 3 ser model 4 på mulighederne for at ændre beskatningen af den udenlandske investor ved udelukkende at udbyttebeskatte det afkast, der stammer fra danske aktieudbytter, der ikke er beskattet i Danmark ved betaling til investeringsinstituttet.

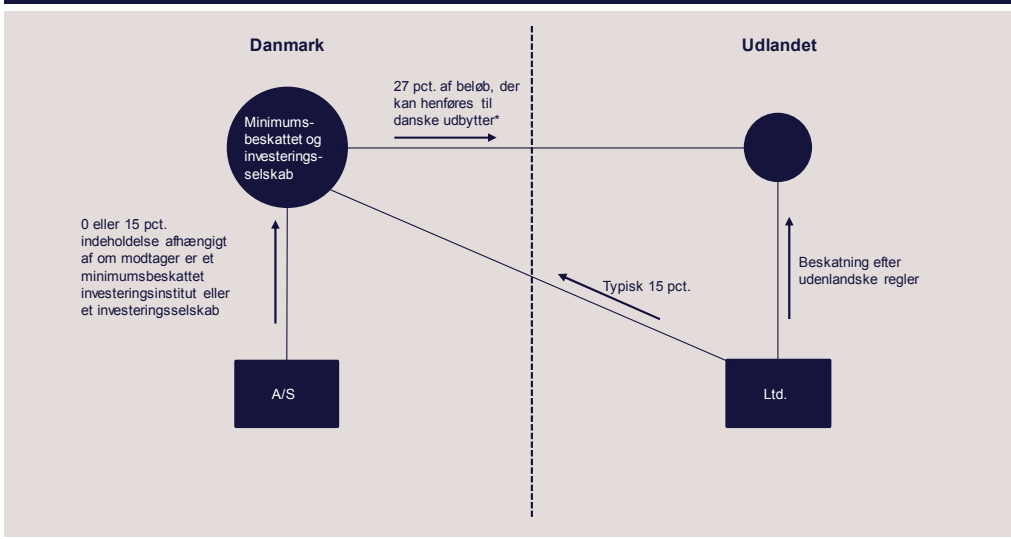
Modellen vil således samlet have den effekt, at udenlandske investorer kun pålægges dansk skat af udbytter fra et dansk investeringsinstitut, der kan henføres til aktieudbytter fra danske aktier. Den udenlandske investor får således en lavere udbyttebeskatning i Danmark, end det er tilfældet i dag. Allerede i dag har den udenlandske investor dog mulighed for at undgå den danske kildeskat ved at investere i danske akkumulerende investeringsselskaber. Her til kommer, at investor kan være skattepligtig af udbyttet i sit hjemland, og dermed at en dansk lempelse ikke vil have betydning for investors samlede beskatning. Samtidig skal det danske investeringsinstitut kunne opgøre præcist, hvornår afkastet fra et værdipapir stammer fra andet end udbyttet fra en dansk aktie.

I forhold til den udenlandske investor, der investerer via et investeringsselskab, vil modellen reelt have samme effekt som model 2. I modsætning til model 2 vil model 4 dog ikke betyde, at frikortsordningen for de danske minimumsbeskattede investeringsinstitutter behøver at blive ophævet, da frikortet i forhold til de udenlandske investorer kompenseres af beskatning af de udbytter, der udloddes fra det danske minimumsbeskattede investeringsinstitut. Modellen vil derfor ikke påvirke danske investorer i de minimumsbeskattede investeringsinstitutter.

Modellen kan opsummeres til følgende:

- Udenlandske investorer beskattes udelukkende af udbytter, der kan henføres til danske ubeskattede aktieudbytter ind i investeringsinstituttet. Dvs. reelt danske udbytter, der på grund af frikortsordningen ikke er blevet beskattet ved udlodning til et dansk minimumsbeskattet investeringsinstitut.
- Modellen forudsætter, at den danske frikortsordning for minimumsbeskattede investeringsinstitutter bevares.
- For udenlandske investorer i investeringsselskaberne svarer modellen grundlæggende til model 2.

Figur 9.6. Umiddelbare effekter af model 4



*Ved udlodning af aktieudbytte til investorer hjemmehørende i udlandet skal et dansk udloddende selskab som udgangspunkt indeholde 27 pct. i udbytteskat. I medfør af kildeskattelovens § 2, stk. 6 eller selskabslovens § 2, stk. 3, udgør beskattningen dog 15 pct., såfremt der sker udveksling af oplysninger mellem Danmark og den fremmede stat via en dobbeltbeskatningsoverenskomst eller anden aftale. Dobbeltbeskatningsoverenskomster med investorens hjemland kan desuden medføre, at udbytteskatten skal sættes yderligere ned. Den udenlandske investor vil kunne foretage en tilbagesøgning af de overskydende beløb hos de danske skattemyndigheder.

Neutralitet

Modellen vil for den udenlandske investor skabe neutralitet i forhold til en direkte investering i danske obligationer og danske aktier, i det omfang investeringsinstituttet er udloddende. I det omfang investor afstår sine investeringsbeviser inden en udlodning, skabes der ikke neutralitet i forhold til en situation, hvor danske aktieudbytter betalt til investeringsinstituttet ikke er blevet beskattet, hvilket er tilfældet for danske aktieudbytter betalt til danske minimumsbeskattede investeringsinstitutter.

Det vil bevirke, at der kun vil blive opkrævet udbytteskat i investeringsinstituttet i det omfang, der er tale om udbytte af danske aktier, der ikke er blevet beskattet ved udlodning til investeringsinstituttet.

Det danske investeringsinstitut vil dog stadig være et selvstændigt skattesubjekt. For den udenlandske investors investering i udenlandske aktier gennem et dansk investeringsinstituttet, vil der derfor stadig ikke være neutralitet i forhold til en direkte investering i den pågældende udenlandske aktie, idet den udenlandske investor i sit hjemland ikke vil kunne opnå lempelse for den kildeskat, som udlandet har indeholdt udbytte til investeringsinstituttet.

Modellen vil herudover kunne forøge risikoen for, at danske investorer vil spekulere i at unddrage sig dansk beskatning ved at investere via udlandet og ikke selvangive indkomsten korrekt. Det kan ske ved at investere gennem udenlandske enheder, der ejer danske investeringsinstitutbeviser, da den danske udbytteskat derved undgås. Det kan fx være tilfældet ved at investere i danske obligationer gennem en udenlandsk enhed, frem for direkte i et dansk investeringsinstitut, da den danske investor således selv skal selvangive skatten.

Herudover vil der (ligesom det er tilfældet i model 2) være risiko for, at udenlandske investorer i visse tilfælde vil kunne spekulere i at investere i danske investeringsinstitutter for derved at nedbringe den udenlandske beskatning. Fx vil udenlandske investorer, der investerer via kapitalfonde

kunne nedbringe beskatningen fra 27 pct. til 15 pct. Hertil kommer, at ændringen vil kunne være medvirkende til, at Danmark på linje med fx Luxembourg vil egne sig som gennemstrømningsland. Modellen kan således påvirke neutraliteten for den udenlandske investor i valget mellem at investere direkte i udenlandske værdipapirer eller via danske investeringsinstitutter.

Provenu

Ifølge SKAT blev der i 2014 indeholdt udbytteskat for knap 30 mio. kr. ved udlodninger til udenlandske investorer, inkl. danskere bosat i udlandet, fra danske investeringsselskaber og minimumsbeskattede investeringsinstitutter. Heraf kan ca. 20 mio. kr. henføres til udbytteudlodninger fra de minimumsbeskattede investeringsinstitutter, mens de resterende 10 mio. kr. stammer fra udloddende investeringsselskaber. Forslaget indebærer, at beskatningen af udbytteudlodninger fra investeringsselskaber til udlændinge ophører. Dertil vil udlændinge fremover alene blive beskattet af den del af afkastet fra minimumsbeskattede institutter, som reelt hidrører fra danske aktieudbytter.

Hvis det lægges til grund, at danske aktieudbytter udgør ca. 45 pct. af minimumsindkomsten, skønnes modellen at medføre et umiddelbart mindreprovenu på ca. 20 mio. kr. efter tilbageløb og adfærd, hvori der dog ikke er indregnet potentielt betydelige afledte effekter af, at andre brancher vil kunne benytte investeringsinstitutter til at nedbringe beskatningen af udbytte fra investeringer i Danmark.

Det bemærkes, at modellen åbner for, at udenlandske investorer kan investere via udloddende afdelinger uden at skulle betale dansk skat af andet end ubeskattede danske aktieudbytter – det gælder også danske minimumsbeskattede investeringsinstitutter. Dermed opnår udlændinge flere investeringsmuligheder, hvor de beskattes neutralt i forhold til direkte investeringer i danske aktier.

Nogle udenlandske investorer betaler i dag 27 pct. i udbytteskat ved direkte investering i danske aktier. Disse investorer vil de facto kunne få nedsat den effektive beskatning til 15 pct. Modellen vil derfor give et incitament til, at udenlandske investorer, der i dag beskattes med 27 pct., vil kanalisere deres investeringer i danske selskaber gennem investeringsinstitutter for derved at nedbringe den danske udbyttebeskatning. Dette vil bl.a. kunne være tilfældet for investorer i visse lavskatte-lande, samt kapitalfondsinvestorer, som i dag som udgangspunkt betaler 27 pct. i udbytteskat. Dette kan potentielt resultere i et anseeligt mindreprovenu, som dog ikke lader sig kvantificere nærmere og derfor ikke er inkluderet i ovenstående provenuskøn.

Import

Modellen relaterer sig til udbyttebeskatning af udenlandske investorer, og modellen vil således ikke forbedre muligheden for import.

Eksport

Da modellen indebærer en mere neutral beskatning af udenlandske investorer, vil modellen kunne være medvirkende til, at danske investeringsinstitutter i højere grad kan markedsføre deres produkter i forhold til udenlandske investorer. Da modellen også giver neutralitet i forhold til udenlandske investorers investering via danske minimumsbeskattede investeringsinstitutter, må modellen anses for at kunne øge muligheden for, at danske minimumsbeskattede investeringsinstitutter i højere grad vil kunne sælges til udenlandske investorer.

Som tidligere nævnt kan udenlandske investorer allerede i et vist omfang efter de gældende regler undgå den danske udbytteskat ved at realisere hele deres afkast i form af avancer via afståelse af

investeringsbeviset. Derfor er der umiddelbart usikkert, i hvor stort omfang modellen vil kunne påvirke eksporten.

Foruden at give udlændinge flere neutrale investeringsmuligheder via danske institutter, vil modellen give en lempelse i forhold til eventuelle udenlandske investorer i udloddende afdelinger. Den udenlandske investor vil dog i mange tilfælde være skattepligtig af udbyttet i sit hjemland. Efter reglerne i dobbeltbeskatningsoverenskomsterne skal hjemlandet normalt give fradrag for evt. betalt udbytteskat i det land, hvor udbyttet kommer fra. Hvis Danmark ikke opkræver udbytteskat, vil det således ikke påvirke beskatningen af de investorer, som er skattepligtige i hjemlandet. I disse situationer vil der derfor blot være tale om, at Danmark opgiver sin beskatningsret, således at udlandet i stedet får beskatningen. For investor vil beskatningen som udgangspunkt være den samme.

I forhold til visse investorer vil separering af udbytteudlodningerne dog have effekt. Det gælder for investorer, der er skattefrie i deres hjemlande, hvilket fx kan være pensionskasser eller investorer hjemmehørende i lavskattelande. Det gælder også for investorer, som har et stort underskud, og som derfor konkret ikke betaler skat af udbyttet.

Forenkling

Modellen vil komplicere reglerne for indeholdelse af kildeskat. Danske investeringsinstitutter vil skulle foretage en opdeling mellem afkast i form af aktieudbytter og øvrige afkast. Dette vil formentligt kunne håndteres, når der er tale om værdipapirer, der er direkte ejet af det danske investeringsinstitut. Det er derimod tvivlsomt, om opdelingen kan foretages, hvis det danske udbytte stammer fra investeringer længere nede i en fondsstruktur.

Volumen

Modellen vil kunne medføre en større volumen i de danske minimumsbeskattede investeringsinstitutter, idet disse i videre omfang end i dag vil kunne tiltrække udenlandske investorer. Hvis både danske og udenlandske investorer kan samles i de samme afdelinger, vil denne kunne give mulighed for større volumen.

10. Opgørelse af indkomsten i investeringsinstitutter

10.1 Indledning

Dette kapitel redegør for den kritik, der er blevet rejst vedrørende opgørelsen af indkomsten i investeringsinstitutter. Kritikken går bl.a. på, at reglerne for indkomstopgørelsen forhindrer, at udenlandske investeringsinstitutter kan markedsføre deres produkter på det danske marked.

Det er reelt ikke muligt at løse hverken import- eller eksportproblemet ved at ændre reglerne for indkomstopgørelsen i de minimumsbeskattede investeringsinstitutter.

Reglerne for de minimumsbeskattede investeringsinstitutter er så enkle og neutrale, som det er muligt at gøre dem, og ændringer vil kunne gøre reglerne så gunstige for danske investorer, at det vil skævvride markedet til skade for direkte investeringer. Der er derfor ikke grundlag for at ændre reglerne vedrørende de minimumsbeskattede investeringsinstitutter.

Hvis man i videre omfang ønsker at tiltrække udenlandske investeringsinstitutter med henblik på at skabe bedre rammer for import af udenlandske investeringsprodukter til de danske investorer, bør det baseres på reglerne vedrørende investeringsselskaberne.

Overordnet vil det altid være en afvejning, om man ønsker regler, der er neutrale i forhold til en direkte investering, eller om man ønsker enkle regler. Med de gældende regler for beskatning ved direkte investering vil det reelt ikke være muligt at få begge dele, da de danske kapitalbeskatningsregler er komplicerede i sig selv. Af hensyn til investorerne og af hensyn til ønsket om at kunne tiltrække udenlandske investeringsinstitutter til det danske marked, er det vurderingen, at reglerne bør være så enkle som muligt.

Det vurderes, at på trods af, at det kan være indviklet og forbundet med omkostninger at opgøre minimumsindkomsten, kan dette ikke være en afgørende markedsbarriere for udenlandske inve-

steringsinstitutter, der ønsker at markedsføre sig på det danske marked. Det anføres, at der kan være andre årsager til, at udenlandske investeringsinstitutter ikke markedsfører sig i Danmark. I den forbindelse kan det også konstateres, at der er enkelte udenlandske investeringsinstitutter, der hos SKAT er registrerede som minimumsbeskattede.

Det vil være en væsentlig forenkling af reglerne, hvis der kun fandtes ét enkelt regelsæt for beskattningen af investering via investeringsinstitutter. Udenlandske investeringsinstitutter tilbyder ikke de danske investorer minimumsbeskattede investeringsprodukter, og da reglerne bør indrettes således, at udenlandske investeringsinstitutter ønsker at udbyde deres produkter i Danmark, vil det være mest naturligt kun at have regelsættet om investeringsselskaberne. Dette ville medføre en afskaffelse af regelsættet om de minimumsbeskattede investeringsinstitutter. Det er dog vurderet, at det ikke er en hensigtsmæssig vej at gå at tvinge de danske investorer væk fra en investeringsform, som de i vidt omfang benytter i dag.

Da investeringsselskaber ikke skal opføre en minimumsindkomst, vil regelsættet uden problemer kunne anvendes af udenlandske kapitalforvaltere. En forbedring af vilkårene for danske investorers investering i investeringsselskaber vil derfor kunne medvirke til at forbedre mulighederne for import. De modeller, der præsenteres i dette kapitel, er derfor primært fokuseret på at lempe beskattningen for danske investorers investeringer i investeringsselskabet. Det vil forbedre mulighederne for import. Mulighederne for at forbedre eksportmulighederne er derimod som udgangspunkt begrænsede, men i det omfang, investeringsselskabet gøres til et mere attraktivt investeringsobjekt for danske investorer, vil der kunne skabes mere volumen i disse institutter, og på den baggrund vurderes det, at det samtidig i et vist omfang vil kunne forbedre mulighederne for, at danske investeringsselskaber vil kunne eksportere deres produkter til udenlandske investorer. Da investeringsselskabet samtidig har mulighed for at etablere forskellige andelsklasser, kan der ske opdeling i klasser, som tilgodeser forskellige behov. Således kan der opdeles i klasser, der tilgodeser både danske og udenlandske investorers forskellige ønsker, fx til afdelingens udlodningsprofil. De danske investeringsinstitutter vurderes således også at have fordel af, at vilkårene for investering i investeringsselskaber forbedres.

I forhold til investeringsselskaberne viser analysen, at en større grad af neutralitet kan opnås ved at danske investorer aktieindkomstbeskattes, når de investerer i aktiebaserede investeringsselskaber. I dag sker beskattningen altid som kapitalindkomst.

Samlet vurderes det dog vanskeligt at skabe lige så lempelige regler for danske investorers investeringer i investeringsselskabet, som dem der gælder for det minimumsbeskattede investeringsinstitut, når der investeres i danske aktier. Der er dog som nævnt visse muligheder for at gøre investeringsselskabet mere attraktivt for den danske investor.

10.2 Problemstillinger

Som beskrevet i kapitel 6 bliver investeringsinstitutter, der bredt udbyder deres produkter på det danske marked, primært omfattet af enten reglerne om investeringsselskaber eller reglerne om investeringsinstitutter med minimumsbeskatning.

I dette kapitel ses der udelukkende på spørgsmålet, om det er skattereglerne, der hindrer, at udenlandske investeringsinstitutter finder det danske marked attraktivt. Det bemærkes i den forbindelse, at der også i andre sammenhænge er fremsat kritik af konkurrencesituationen på investerings-

fondsområdet i Danmark. Således er der eksempelvis fremsat kritik af, at den formidlingsprovision, som de danske banker modtager fra egne investeringsforeninger, gør markedet uigennemskueligt og ødelægger konkurrencen. Disse forhold er således kritiseret for at holde udenlandske investeringsinstitutter ude af det danske marked til ugunst for de danske forbrugere. Ud over skattereglerne kan der således også være andre faktorer, der kan have afgørende betydning for mulighederne for import af udenlandske investeringsinstitutter til det danske marked.

I det følgende redegøres der indledningsvist for de væsentligste kritikpunkter, der er fremført i relation til opgørelse af beskattningsgrundlaget for investorerne i henholdsvis minimumsbeskattede investeringsinstitutter og investeringselskaber. Derefter opstilles en række modeller for ændring af reglerne. Forhold, der relaterer sig til udbyttebeskatningsreglerne, behandles i kapitel 9.

10.2.1 Opgørelse af minimumsindkomsten

På trods af de forenklingstiltag i forhold til skattereglerne, der blev gjort senest i 2012, ses det fortsat sjældent, at udenlandske institutter markedsfører sig i Danmark over for danske personer som minimumsbeskattede investeringsinstitutter. Det er blevet anført, at det bl.a. skyldes, at det er for administrativt tungt at opgøre minimumsindkomsten. Det er på den baggrund blevet anført, at der er problemer i forhold til import af udenlandske investeringsinstitutter på det danske marked.

Der er i den forbindelse henvist til, at de udenlandske investeringsinstitutter skal opgøre en minimumsindkomst på hele investeringsinstituttets eller afdelingens portefølje af værdipapirer, uanset at andelen af danske investorer er forholdsvis lille. Størrelsen af det danske marked skal således holdes op imod omkostningerne ved at investere i IT-software og afholde omkostninger til revision mv. med henblik på at foretage en opgørelse af den minimumsindkomst, som danske investorer skal beskattes af. Der har derfor været fremført ønsker om yderligere forenklinger af reglerne.

Konsekvensen af, at et udenlandsk investeringsinstitut ikke opgør en minimumsindkomst, er, at det som hovedregel vil blive skattemæssigt kvalificeret som et investeringselskab. Disse regler er ikke så lempelige for flertallet af personlige danske investorer som reglerne vedrørende de minimumsbeskattede investeringsinstitutter.

Årsagen til at de udenlandske investeringsinstitutter ikke ønsker at opgøre en minimumsindkomst kan være flere forhold end de ovenfor nævnte. For det første kan det skyldes, at de forenklede regler for opgørelse af minimumsindkomsten, som først trådte i kraft i 2013, kræver en tilvænnings- og indfasningsperiode, før udenlandske kapitalforvaltere i større omfang vil gøre brug af dem.

Det kan også skyldes, at konkurrencesituation på det danske marked ikke gør det attraktivt at bruge ressourcer på at skaffe sig markedsandele, sammenholdt med at det danske marked ikke nødvendigvis er tilstrækkeligt stort til at være attraktivt for udenlandske aktører.

Det vurderes samlet, at de gældende regler for opgørelse af minimumsindkomsten ikke udgør en afgørende markedsbarriere for udenlandske investeringsinstitutter.

10.2.2 Realiserede aktieavancer indgår ved opgørelse af minimumsindkomsten

Den danske branche har oplyst, at reglerne for opgørelse af minimumsindkomsten kan afholde udenlandske investorer fra at investere i danske minimumsbeskattede investeringsinstitutter, og at de gældende regler derved giver problemer i forhold til eksport af danske investeringsinstitutter til udenlandske investorer.

Realiserede aktieavancer indgår i opgørelsen af minimumsindkomsten, der igen danner grundlag for udlodningen af udbytte til investorerne. Da minimumsindkomsten i sin helhed er skattepligtig som udbytte for den udenlandske investor, medfører det, at den udenlandske investor ved at investere i aktier via det danske investeringsinstitut bliver skattepligtig af en realiseret avance, der ikke ville være skattepligtig til Danmark ved en direkte investering. Dette kan være medvirkende til, at visse udenlandske investorer fravælger at investere i danske minimumsbeskattede investeringsinstitutter. Beskatningsreglerne for de minimumsbeskattede investeringsinstitutter medfører således, at der for udenlandske investorer ikke er neutralitet i forhold til en direkte investering.

Reglerne er indrettet, således at de er neutrale for danske investorer, og det er svært samtidig at sikre neutralitet for udenlandske investorer. Udover isoleret at se på de danske skatteregler, som ikke er ens for danske og udenlandske investorer, vil neutraliteten for udenlandske investorer således også afhænge af skattereglerne i investors hjemland.

Nogle udenlandske investorer vil være skattepligtige af både aktieavancer og udbytter i deres hjemland, og hvis de kan opnå lempelse for den danske udbytteskat, vil der for den udenlandske investor ikke være forskel på en direkte investering eller en investering via et dansk minimumsbeskattet investeringsinstitut.

I andre situationer vil den udenlandske investor kunne være undergivet en lempeligere avancebeskatning i sit hjemland, og for nogle udenlandske investorer vil det derfor kunne være en fordel at investere direkte i aktien. Det er dog ikke muligt at sige noget generelt om dette.

Problemstillingen hænger desuden tæt sammen med problemstillingen vedrørende udbyttebeskatning af udenlandske investorer, hvorfor der supplerende kan henvises til kapitel 9.

Der er herudover fremført kritik af, at følgende forhold kan medføre, at det ikke er neutralt i forhold til en direkte investering, når realiserede aktieavancer indgår ved opgørelsen af minimumsindkomsten, ligesom det komplicerer opgørelsen. Disse problemstillinger gælder både danske og udenlandske investorer:

1. Både danske og udenlandske investorer påvirkes af, at andre investorer træder ind og ud af investeringsinstitutterne. Udtræden af investorer kan i visse tilfælde tvinge institutterne til at sælge en del af instituttets beholdning af aktier for at skaffe likviditet til at indløse de udtrædende investorer. Realiserede avancer kan på den måde påvirke skattebetalingerne for de investorer, der ikke udtræder.
2. Nye investorer risikerer via minimumsindkomsten at blive beskattet af urealiserede aktieavancer, der er optjent, inden investor investerede i investeringsinstituttet. Det vil fremrykke beskatningen og eventuelt give investor et urealiseret tab på investeringsbeviset.

Dette er nærmere illustreret i boks 10.1.

Boks 10.1. Evt. beskatning af latente aktieavancer, der er optjent, inden investor investerede i investeringsinstituttet – meget forsimplet eksempel

Investor køber et investeringsbevis for 100 kr. i et minimumsbeskattet investeringsinstitut.

Instituttet ejer aktier i ét selskab. Aktierne har på investors købstidspunkt en kursværdi på 100 kr. pr. aktie. Investeringsinstituttet købte oprindeligt aktierne til en kursværdi på 90 kr.

Investeringsinstituttet sælger alle aktierne og realiserer en avance på 10 kr. pr. aktie. Avancen indgår i minimumsindkomsten, som er skattepligtig for investor.

Investeringsinstituttet udlodder den opgjorte minimumsindkomst på 10 kr.

Investor modtager herefter 10 kr. i udbytte, som beskattes som aktieindkomst samtidig med, at værdien af investeringsbeviset falder til en værdi af 90 kr.

At realiserede avancer indgår i opgørelsen af minimumsindkomsten giver en neutral beskatning af investor og er i overensstemmelse med transparensprincippet. Den personlige danske investor vil således også blive beskattet af en avance, hvis et værdipapir afstås direkte. Dette vil muligvis også være tilfældet for den udenlandske investor, men det afhænger dog af beskatningen i hjemlandet. Princippet om, at avancer indgår i minimumsindkomsten, er således overordnet udtryk for en neutral beskatning i forhold til en dansk investors direkte investering.

I en del tilfælde vil der desuden udelukkende være tale om en tidsforskydning af beskatnings- eller tabsfradragstidspunktet. Det bemærkes desuden, at situationen som nævnt under nr. 2 omtrent svarer til, at en investor investerer direkte i et selskab, som umiddelbart herefter udlodder et udbytte, der påvirker selskabets værdi negativt. Investor kan således også ved direkte investering opleve at få tilbagebetalt noget af den investerede kapital i form af et skattepligtigt udbytte. Omvendt kan investor opleve at undgå beskatning af indkomster i instituttet, idet indkomster reduceres med urealiserede aktietab, der er lidt, inden investor investerede i investeringsinstituttet. Det kan give investor en skattefri gevinst på beviset.

For navnlig danske investorer kan det således være forbundet med både skattemæssige fordele og ulemper, at aktieavancer indgår i opgørelsen af minimumsindkomsten.

10.2.3 Andelsklasser kan ikke anvendes i de minimumsbeskattede investeringsinstitutter

Der er i de senere år skabt mulighed for, at der i de minimumsbeskattede investeringsinstitutter kan anvendes andelsklasser – dog kun i begrænset omfang.

Branchen har anført, at der i større omfang bør være mulighed for at anvende andelsklasser i de minimumsbeskattede investeringsinstitutter. Der er bl.a. henvist til, at anvendelse af andelsklasser er vigtig, da det giver mulighed for at få større volumen i de enkelte afdelinger. Andelsklasser giver således mulighed for, at der fx kan differentieres i forhold til investeringsstrategi, valuta, administrationsomkostninger, og i forhold til, om den enkelte andelsklasse er udloddende eller akkumulerende. Forskellige investorer kan således via andelsklasserne samles i større afdelinger. En større volumen kan nedbringe omkostningerne i institutterne, hvilket potentielt kan komme investorerne til gavn. Herudover er andelsklasser velkendte i udlandet, hvorfor andelsklasser kan gøre det nemmere at tiltrække udenlandske investorer til de danske investeringsinstitutter, ligesom det kan gøre det lettere for udenlandske investeringsinstitutter at markedsføre sig i Danmark.

På den baggrund har det været anført, at den begrænsede mulighed for at kunne anvende andelsklasser i de minimumsbeskattede investeringsinstitutter skaber både eksport- og importproblemer.

Der er som nævnt i dag en vis adgang til at oprette andelsklasser i de minimumsbeskattede investeringsinstitutter. Der kan således ske differentiering på grundlag af administrationsomkostninger, valuta og faktisk/teknisk udbetaling. Dette er muligt, da denne opdeling ikke ændrer på, at der kan opgøres en samlet minimumsindkomst, som alle investorer beskattes af. Disse former for andelsklasser ændrer derfor ikke på, at afdelingen stadig kan overholde betingelserne for at blive beskattet som et aktiebaseret eller obligationsbaseret investeringsinstitut med minimumsbeskatning, og at der kan opgøres en samlet minimumsindkomst, som allokeres til investorerne afhængig af deres ejerandel af afdelingen.

En udvidet adgang til oprettelse af andelsklasser vil for det første volde problemer i forhold til opgørelsen af minimumsindkomsten. Efter de gældende regler udgør de enkelte afdelinger af investeringsinstituttet den selvstændige skattemæssige enhed, som investor foretager sin investering i. Skatteretligt er andelsklassen derfor ikke relevant i forhold til opgørelsen af minimumsindkomsten, og der er således ikke mulighed for, at nogle investorer i afdelingen fx ikke skal beskattes af klasse-specifikke aktiver.

En udvidet adgang til oprettelse af andelsklasser vil for det andet give mulighed for, at investor ved at flytte andelsklasse kan skifte investeringsprofil fra aktiebaseret til obligationsbaseret, uden at dette udløser beskatning af realiserede gevinster, selv om skiftet efter de almindelige skattemæssige regler ville blive behandlet som salg og genkøb, jf. *også afsnit 6.2.6*.

Som et eksempel på, at det er problematisk at have andelsklasser med fx forskellig udlodningsprofil kan endvidere fremhæves følgende:

- En afdeling har to andelsklasser. Den ene udlodder udbytte (A), mens den anden ikke gør (B).
- Halvdelen af afdelingens afkast henføres til A og den anden halvdel til B. Kun A modtager afdelingens afkast som et udbytte, som derfor ikke geninvesteres i investeringsinstituttet.
- Ejerskabet til formuen i afdelingen er herefter ændret, således at deltageren i andelsklasse A har en mindre andel i formuen end deltagerne i B.
- I det følgende år fordeles afkastet på de to andelsklasser i forhold til deres andel af formuen. Afkastet opgøres på baggrund af de oprindelige værdipapirer og nye papirer, der er erhvervet for de midler, der ikke er udloddet til deltagerne i B.
- Dette medfører, at deltagerne i A får flyttet en del af deres ejerskab til formuen fra gamle til nye papirer. Dette skift svarer indirekte til, at deltagerne i A har afstået gamle værdipapirer og har erhvervet nye. Da dette indirekte salg og køb af nye beviser ikke skal have skattemæssige konsekvenser for investor, er det ikke i overensstemmelse med principperne for opgørelse af en samlet minimumsindkomsten for alle investorer i afdelingen.

Skal der være en udvidet adgang til oprettelse af andelsklasser i investeringsinstitutter med minimumsbeskatning, vil dette i givet fald skulle kombineres med en ændring af andelsklassernes skattemæssige status, således at disse i skattemæssig henseende behandles som selvstændige skattesubjekter. En sådan adskillelse mellem selskabsmæssige status og skattemæssig status vil dog næppe kunne håndteres, og hvis andelsklassen udgør det selvstændige skattesubjekt, vil branchens ønsker om fleksibilitet reelt ikke blive imødekommet.

Det bemærkes, at der er fri mulighed for at oprette andelsklasser i investeringsselskaberne.

10.2.4 I investeringsselskaber sker opgørelsen efter lagerprincippet, og beskatningen sker altid som kapitalindkomst

Beskatningsreglerne for investeringsselskaberne er enkle, men det er blevet anført, at beskatningsreglerne er for ugunstige for danske investorer, idet de ikke er neutrale i forhold til en direkte investering. Beskatningen sker altid som kapitalindkomst, hvad der for de fleste danske personer indebærer en hårdere beskatning af aktieinvesteringer foretaget via investeringsselskabet end ved direkte investering.

Beskatningen sker desuden efter lagerprincippet, hvilket betyder, at investor beskattes af værdiudviklingen af de underliggende aktiver i investeringsselskabet, uanset om de pågældende værdier eller investeringsbeviset er realiseret eller ej. Hvis et investeringsselskab ikke foretager udlodninger, skal investor selv skaffe likviditet til at finansiere den løbende beskatning, hvilket evt. kan ske ved at afstå en mindre del af investeringsbeviserne. Dette stiller nogle investorer sig kritisk over for, da det anses for besværligt og ikke er i overensstemmelse med normal beskatning af kapitalafkast for personer, der som hovedregel følger realisationsprincippet.

Ved lagerbeskatningsopgørelsen indgår også urealiserede avancer i investeringsselskabet. Hvis investeringsselskabet ønsker at udlodde til dækning af investors skat, vil investeringsselskabet derfor skulle tage højde for dette i forbindelse med udlodningen.

Fordi skattereglerne for de minimumsbeskattede aktiebaserede investeringsinstitutter ofte vil være lempeligere for danske investorer end skattereglerne for investeringsselskaber, vil dette give et incitament til, at danske personlige investorer investerer i de minimumsbeskattede investeringsinstitutter. Dette kan begrænse investeringsselskabernes muligheder for at tiltrække volumen, ligesom det kan begrænse udenlandske investeringsinstitutters adgang til det danske marked, da disse ofte beskattes som investeringsselskaber.

Kritikken af lagerbeskatning går bl.a. på, at den er svær at forstå for investor, og at investor selv skal finansiere skattebetalingen, hvis der ikke sker udlodning fra instituttet. Et investeringsselskab kan dog foretage løbende udlodninger af realiserede indkomster i form af fx renter og avancer. Selvom beskatningen også baserer sig på urealiserede gevinster, vil en udlodning af realiserede gevinster i mange tilfælde også kunne dække beskatningen af urealiserede gevinster.

Det investeringsselskab, der akkumulerer, kan på den anden side være hensigtsmæssigt for de investorer, der ikke har behov for et løbende afkast, da investor ikke årligt skal reinvestere det modtagne nettoudbytte. Da investeringsselskabet i modsætning til det minimumsbeskattede investeringsinstitut i videre omfang kan oprette andelsklasser med forskellige udlodningsprofiler, er det endog muligt samtidig at tilgodese investorernes forskellige ønsker og behov.

Ved direkte investering i aktier sker beskatningen efter realisationsprincippet. Skatten ved realisationsbeskatning skal i disse situationer ikke altid betales på det tidspunkt, hvor investor opnår likviditet ved salg af beviset, idet forskudsregistreringen ikke nødvendigvis medtager sådanne avancer. Skatten skal i disse situationer reelt først betales senere, og det vil være en omkostning for investor at holde en del af salgsprovenuet likvidt af hensyn til skattebetalingen. Investor vil typisk næppe holde det likvidt så længe af hensyn til at kunne betale skat. For investorer, der løbende (mindst en gang årligt) omlægger en del af deres portefølje af investeringsbeviser og andre værdipapirer, har argumentet om likviditet heller ikke synderlig vægt. En afståelse af en del af porteføljen vil typisk

give likviditet til mange gange skatten af gevinsten på det afståede og giver likviditet også til beskatning af andre investeringsbeviser efter lagerprincippet.

For investorer, der holder deres investeringsbeviser i en længere årrække, betyder lagerprincippet i forhold til realisationsprincippet derimod en øget adskillelse af investors likviditetstidspunkt og beskatningstidspunktet, i hvert fald hvis der investeres i institutter, der ikke udlodder.

Ud fra en rent økonomisk synsvinkel har lagerprincippet for de fleste investorer mindre betydning i forhold til forskellen i skattesatsen mellem aktie- og kapitalindkomst for investor, *jf. kapitel 7*.

Hvis investeringsselskabet er aktiebaseret, vil beskatningen som kapitalindkomst være hårdere for de fleste investorer sammenlignet med beskatningen ved direkte investering i aktier eller via minimumsbeskattede institutter. I modsætning hertil vil obligationsbaserede investeringsselskaber i højere grad være neutrale for den personlige danske investor, der investerer for frie midler, da det løbende afkast fra en direkte investering i en obligation i høj grad vil svare til beskatning via et investeringsselskab. Det skyldes, at det løbende afkast i form af rentebetalinger normalt udgør det væsentligste afkast fra en obligation. Det løbende afkast svarer således i høj grad til indkomsten opgjort ved lagerbeskatning. Samtidig kapitalindkomstbeskattes obligationsafkastet ligesom en indirekte obligationsinvestering via et investeringsselskab.

Den væsentligste skattemæssige årsag til, at danske investorer foretrækker det minimumsbeskattede investeringsinstitut, bør således for aktiebaserede investeringer være, at beskatningen sker som aktieindkomst modsat investeringsselskabet, hvor beskatningen sker som kapitalindkomst. Det er ikke entydigt, om det er en fordel for investor at få kvalificeret en indkomst som aktie- eller kapitalindkomst, da det afhænger af investors øvrige indkomstforhold. For de fleste investorer gælder det dog, at det vil være en fordel, at beskatningen sker som aktieindkomst, *jf. kapitel 7*.

10.3 Modeller for justering af de gældende regler

Det kan overvejes at imødegå en eller flere af de ovenfor beskrevne problemstillinger ved at justere de gældende regler for indkomstopgørelsen.

Det vil som udgangspunkt være mest hensigtsmæssigt at have ét regelsæt, der både egner sig til investering for danske og udenlandske investorer. Som udgangspunkt er investeringsselskabet velegnet for udenlandske investorer i Danmark, hvis investor har en præference for at undgå dansk udbyttebeskatning af afkastet, da den danske beskatning helt kan undgås, hvis investeringsselskabet akkumulerer, således at et kapitalafkast kan trækkes ud som en avance, der ikke udsættes for dansk beskatning. Samtidig er investeringsselskabet også velegnet for udenlandske kapitalforvaltere, der ønsker at tilbyde investeringsprodukter på det danske marked. Det taler for at afskaffe reglerne for de minimumsbeskattede investeringsinstitutter. Problemet ved en sådan løsning er, at investeringsselskabet normalt udsætter den danske investor for en hårdere beskatning end det minimumsbeskattede investeringsinstitut. I det omfang der er et politisk ønske om, at danske investorer ikke skal udsættes for en hårdere beskatning, end det er tilfældet i dag, er det således ikke muligt at ophæve reglerne for de minimumsbeskattede investeringsinstitutter, uden at de danske investorer kompenseres på anden vis. Det kunne fx være ved at gøre reglerne for investering i investeringsselskabet mere lempelige, end det er tilfældet i dag. Der er dog ikke fundet hensigtsmæssige modeller, der kan kompensere danske investorer fuldt ud ved at ophæve reglerne for de minimumsbeskattede investeringsinstitutter. Ulempen ved investering i investeringssels-

skabet er, at det ikke er neutralt for den danske investor, når der sammenlignes med en direkte investering.

De nedenfor opregnede modeller tager udgangspunkt i, at reglerne for det minimumsbeskattede investeringsinstitut bevarer.

Der er herefter overordnet to veje at gå. For det første kan de gældende regler for opgørelsen af minimumsindkomsten i de minimumsbeskattede investeringsinstitutter justeres således, at de i højere grad egner sig til både import og eksport. I model nr. 5 ses der derfor på mulighederne for at gøre reglerne for de minimumsbeskattede investeringsinstitutter mere attraktive ved at undtage realiserede avancer fra opgørelsen af minimumsindkomsten. Model 5 vurderes kun i ringe grad at forbedre mulighederne for import og eksport af investeringsprodukter. Modellen er målrettet udenlandske investorer, som i et vist omfang kan opleve en mere neutral beskattning, men modellen vil samtidig skabe mindre neutralitet i forhold til danske investorer.

For det andet kan reglerne for opgørelse af indkomsten i investeringsselskabet justeres med henblik på at forbedre mulighederne for import og eksport. Model nr. 6-9 ser derfor på mulighederne for at justere reglerne for investeringsselskaberne, således at de primært gøres mere attraktive for danske investorer. Herved vil mulighederne for import blive forbedrede. Dette skal dog holdes op imod, at investering i minimumsbeskattede investeringsinstitutter er gunstige for danske investorer, og det er vanskeligt at skabe lige så lempelige regler for investeringsselskabet, medmindre det medfører et betydeligt mindreprovenu.

Beskattning af investering, der foretages via investeringsselskabet, er grundlæggende ikke neutral for danske investorer i forhold til en direkte investering i aktier. Det vurderes, at i det omfang reglerne for investeringsselskabet justeres med henblik på at gøre dem mere attraktive for danske investorer for derved at forbedre mulighederne for import, er det væsentligt, at indkomstopgørelsen fortsat er så enkel som muligt. Behovet for enkelhed ved investering i investeringsselskabet betyder, at der kun kan gennemføres mindre justeringer i beskattningen med henblik på at forøge neutraliteten sammenholdt med en direkte investering. Da der er behov for enkle regler, er det ikke muligt at opnå samme grad af neutralitet, som det er tilfældet for det minimumsbeskattede investeringsinstitut, hvor beskattningen grundlæggende bygger på et transparensprincip.

Ingen af de opridsede modeller vurderes at forbedre mulighederne for eksport i større grad, men i det omfang investeringsselskabet gøres mere attraktivt for danske investorer, vurderes dette at kunne have en afledt effekt i forhold til mulighederne for eksport.

Modellerne vurderes nedenfor ved at analysere dem i forhold til de overordnede kriterier, som anvendes i analysen, jf. *kapitel 3*. Kriterierne er følgende:

1. *Neutralitet* mellem direkte og indirekte investeringsformer. Herved sikres, at skatten ikke er afgørende for valget af investeringsform.
2. *Provenu*. Det er afgørende, at der ikke kan ske skatteudskydelse ved at investere via et investeringsinstitut, ligesom det er afgørende at opretholde kildeskatten på aktieudbytter fra danske selskaber til udenlandske investorer.
3. *Import* vil øge konkurrencen på det danske marked til gavn for investorerne.
4. *Eksport* vil kunne øge volumen i danske investeringsinstitutter, hvad der kan give stordriftsfordele og minimere omkostningerne.
5. *Forenklinger* en fordel for både investorer og investeringsinstitutterne.

6. *Volumen* kan give stordriftsfordele og minimere omkostningerne. I den forbindelse er mulighederne for at etablere andelsklasser medvirkende til, at investorer med forskellige præferencer i forhold til fx udlodningsprofil kan være i samme afdeling af et investeringsinstitut. Dette vil således medvirke til at forbedre volumen.

Tabel 10.2. Opsummering af modeller for ændringer vedr. indkomstopgørelsen

	Model 5: Minimumsbeskattede. Akkumulering af avancer	Model 6: Investeringselskaber. Realisationsbeskatning	Model 7: Investeringselskaber. Skabelonbeskatning og realisationsbeskatning	Model 8: Investeringselskaber. Opdeling i aktieindkomst/kapitalindkomst	Model 9: Investeringselskaber. Lavere medregningsprocent
Mere neutralitet	Nej, for danske personlige investorer vil modellen give mulighed for skatteudskydelse og dermed mindre neutralitet. Nej, for udenlandske investorer, der er beskattet på niveau eller højere end den danske beskatning. Ja, i et vist omfang for lavt eller ubeskattede udenlandske investorer.	Nej, beskatningen vil blive mindre neutral i forhold til direkte investering. Modellen vil afgørende kunne forvride investeringsbeslutningen til skade for andre indirekte investeringsformer med mere neutral beskatning.	Nej, da investor kan akkumulere investeringsafkastet, hvilket ikke er tilfældet ved direkte investering. Skabelonbeskatningen skaber heller ikke neutralitet.	Ja, mere neutralt for de fleste investorer. Lagerbeskatning vil dog som udgangspunkt ikke være neutralt i forhold til realisationsbeskatning ved direkte investering.	Ja, højere grad af neutralitet ved investering i aktiebaserede investeringselskaber. Ved investering i obligationsbaserede investeringselskaber vil der dog ikke være tale om øget neutralitet.
Årligt mindreprovenu, mio. kr.*	Ca. 215 mio. kr. efter tilbageløb og adfærd.	Ca. 705 mio. kr. efter tilbageløb og adfærd.	Ca. 75 mio. kr. efter tilbageløb og adfærd.	Ca. 30 mio. kr. efter tilbageløb og adfærd.	Ca. 25 mio. kr. efter tilbageløb og adfærd.
Forbedret import	Tvivlsomt, da usikkert om reel forenkling.	Ja.	Ja, delvist. De minimumsbeskattede investeringsinstitutter vil dog stadig være bedre for danske investorer.	Ja, delvist. De minimumsbeskattede investeringsinstitutter vil dog stadig være bedre for danske investorer.	Ja, i begrænset omfang.
Forbedret eksport	Ja, meget lille effekt.	Ja, delvist.	Ja, delvist.	Ja, delvist.	Ja, delvist.
Større forenkling	Ja, men kun i mindre omfang.	Ja, men ikke for investorerne.	Nej, hvis ekstra regelsæt.	Nej isoleret set, men reglerne vurderes samlet set som enkle.	Nej, men kun i mindre omfang. Hvis de minimumsbeskattede investeringsinstitutter bliver fravalgt af investorerne, vil det være en stor forenkling.
Større volumen	Ja, i et vist omfang.	Ja.	Ja, dog i begrænset omfang.	Ja, delvist.	Ja.

Anm. Det skal bemærkes at provenuskønnene skal betragtes som grove overslag, og at de ifm. med en eventuel konkret politisk behandling vil skulle konsolideres

* Beregningerne tager højde for adfærdseffekter, men de estimerede provenueffekter er behæftet med usikkerhed. I det omfang modellerne kombineres, således at fx model 8 og 9 kombineres, vil dette have indvirkning på de samlede adfærdseffekter og dermed de samlede provenueffekter. De præsenterede modeller skal således betragtes isoleret.

10.3.1 Model 5: Justering af reglerne for opgørelse af minimumsindkomsten – realiserede avancer udgår af opgørelsen

Reglerne for de minimumsbeskattede investeringsinstitutter baserer sig i vidt omfang på et transparensprincip. Dette gør reglerne forholdsvis komplicerede. Det kan derfor overvejes at justere disse regler med henblik på at opnå en mere forenklet opgørelse. Det er i den forbindelse blevet fremført af branchen, at det særligt er medregningen af realiserede aktieavancer, der skaber problemer. Hvis realiserede avancer ikke skal medregnes, kan det desuden for udenlandske investorer gøre beskattningen mere neutral, afhængigt af hvordan investor beskattes i sit hjemland. For en dansk investor, der investerer for frie midler, vil modellen skabe mindre neutralitet, da modellen giver mulighed for at udskyde beskattningen af realiserede avancer.

Modellen må naturligt gå på at fritage avancer af både aktier og obligationer fra opgørelsen af minimumsindkomsten.

Modellen kan opsummeres til følgende:

- Reglerne for indkomstopgørelsen ændres, således at realiserede avancer og tab på aktier og obligationer ikke medregnes ved opgørelsen af den minimumsindkomst, som investor skal beskattes af. Avancerne kan således akkumuleres ubeskattet i investeringsinstituttet.
- Beskatning af investor sker først, når investor afstår sit investeringsbevis.

Neutralitet

For danske investorer vil modellen betyde mindre neutralitet i forhold til en direkte investering. Ved direkte investering beskattes investor således af avancer, når de realiseres. Hvis realiserede avancer ikke indgår i minimumsindkomsten, vil der derfor for danske investorer være tale om en udskydelse af beskattningen. Modellen vil derfor i forhold til danske investorer betyde, at det bliver gunstiger at investere via et minimumsbeskattet investeringsinstitut end at investere direkte. Dette gælder særligt for investeringer i aktier, hvor avancerne typisk udgør størstedelen af afkastet. Modellen vil derfor være forvridende i forhold til danske investorers investeringsbeslutning.

Modellen vil i forhold til nogle udenlandske investorer betyde en større grad af neutralitet sammenlignet med en direkte investering. Det gælder dog i alt væsentlighed kun udenlandske investorer, som ikke i deres hjemland beskattes af avancer med mindst 15 pct. Avancer indgår i dag i minimumsindkomsten, som er skattepligtig til Danmark, mens udlændinge ikke undergives dansk beskatning af avancen, hvis investeringen var foretaget direkte. For udenlandske investorer, som i deres hjemland realisationsbeskattes af avancer med en sats mindst svarende til den danske skat af minimumsindkomsten (typisk 15 pct. efter tilbagesøgning), vil modellen ikke medføre mere neutralitet, men blot en skatteudskydelse, som det er tilfældet for danske investorer.

Den udenlandske investor kan undgå dansk beskatning ved at sælge investeringsbeviset, inden udlodning sker. Herved vil den udenlandske investor kunne sikre, at der ikke indtræder begrænset skattepligt af de realiserede avancer.

Modellen kan skabe større grad af neutralitet i forbindelse med investorers udtræden af investeringsinstituttet, i det omfang institutterne i dag sælger aktier eller obligationer for at finansiere tilbagekøb af beviser, idet sådanne salg påvirker minimumsindkomsten for de tilbageværende investo-

rer. Dette skal dog holdes op imod, at modellen grundlæggende reducerer neutraliteten for det overvejende flertal af investorer.

Hvis der er tale om en ny investor, der har købt sig ind i en afdeling med en latent urealiseret avance, vil der ved en udbytteudlodning i et vist omfang være tale om, at investor blot får en del af sin anskaffelsessum tilbage. Dette er en konsekvens af, at der investeres i fællesskab i et særskilt selskab, og at dette selskab som følge af overskud fra sidste år planlægger at foretage en udlodning. I forhold til en ny direkte investering i et selskab kan der også være tale om, at der sker beskatning, selvom gevinsten reelt kan være oparbejdet på et tidspunkt, hvor investor ikke har været medejer af selskabet.

Hvis realiserede avancer ikke skal indgå ved opgørelsen af minimumsindkomsten, vil modstykket være, at realiserede tab heller ikke indgår. Hvis investeringsinstituttet har nettotab som følge af tab på aktier, men har udbytte- og renteindtægter, vil investor opleve, at der alligevel skal ske beskatning af en minimumsindkomst, selvom investor samlet set har lidt et tab, og instituttet ikke har positiv indkomst til udlodning til dækning af investors beskatning.

Provenu

Modellen indebærer, at alle avancer beskattes ved realisation af investeringsbeviset fremfor årligt via opgørelsen af minimumsindkomsten. Der opstår hermed en skatteudskydelse. Det lægges til grund for beregningerne, at investor i gennemsnit holder sine investeringsbeviser i fire år, og at institutterne i gennemsnit omsætter ca. halvdelen af porteføljen på årsbasis. Med en investeret formue på ca. 190 mia. kr. i de minimumsbeskattede institutter erhvervet for frie midler, hvoraf ca. 70 mia. kr. er placeret i aktiebaserede afdelinger, skønnes skatteudskydelsen at medføre et umiddelbart mindreprovenu på ca. 75 mio. kr. årligt. Dette forudsætter bl.a., at obligationsmarkedet befinder sig i en stabil periode, hvor kursavancer i obligationsbaserede afdelinger kun udgør en beskedent andel af afkastet.

Modellen vil medføre, at investor bliver mere tilbøjelig til at holde sit investeringsbevis længere end tidligere, da skatten derved udskydes længst muligt. Dette er uhensigtsmæssigt fra et samfundsøkonomisk perspektiv, da investor får et skattemæssigt incitament til at fastholde mindre konkurrencedygtige investeringsbeviser, og det indebærer samtidig et adfærdsbetinget mindreprovenu af betydeligt omfang. Hvis den gennemsnitlige holdeperiode fordobles til otte år, samtidig med at de minimumsbeskattede investeringsinstitutter tiltrækker ca. halvdelen af danske personers direkte investeringer i aktier, skønnes modellen at medføre et samlet mindreprovenu på ca. 215 mio. kr. årligt efter tilbageløb og adfærd.

Import

I det omfang modellen giver mere enkle regler, som vil være lettere at efterleve for udenlandske investeringsinstitutter, vil modellen kunne give mulighed for øget import af udenlandske investeringsprodukter. Modellen indebærer dog blot, at realiserede avancer udgår af opgørelsen af minimumsindkomsten. Der skal derfor fortsat opgøres en minimumsindkomst baseret på renter og udbytter og på lagerbeskattede finansielle kontrakter.

Hertil kommer, at opgørelsen af realiserede avancer er ret enkel at foretage for et professionelt investeringsinstitut, der ønsker at indrette sig på danske beskatningsregler. Hvis det udenlandske investeringsinstitut ikke selv ønsker at oparbejde en ekspertise i forhold til de danske regler, vil

dette nemt kunne fås ved at købe dansk rådgivningsbistand. Spørgsmålet er derfor, om det er de danske reglers kompleksitet, der er det reelle problem. På den baggrund er det vurderingen, at modellen ikke afgørende vil ændre på mulighederne for import.

Eksport

For en udenlandsk investor medfører modellen, at en større andel af investeringen kan realiseres som en avance, som ikke er skattepligtig efter danske regler. Hvis afkastet derimod var realiseret i form af en minimumsindkomst, ville den udenlandske investor være skattepligtig i Danmark, da minimumsindkomsten beskattes som udbytte.

Modellen vil derfor isoleret set kunne forbedre mulighederne for, at danske investeringsinstitutter kan markedsføre deres produkter i udlandet, da visse udenlandske investorer opnår en mere neutral beskattning, og investorer, som er realisationsbeskattede i deres hjemland, generelt opnår en skatteudskydelse i forhold til direkte investering. Modellen vil ikke nødvendigvis medføre større neutralitet for den udenlandske investor, da det afhænger af flere forhold – herunder om investor beskattes ens (symmetrisk) af aktieavancer og udbytter i hjemlandet.

I det omfang de danske investeringsinstitutter vil kunne tiltrække udenlandske investorer, vil modellen kunne give større mulighed for, at danske investeringsinstitutter kan bruge de samme afdelinger til både danske og udenlandske investorer, *jf. nedenfor under volumen*. Udenlandske investorer har dog allerede i dag mulighed for at opnå en mere neutral beskattning ved fx at afstå investeringsbeviset inden udlodning.

Modellen ændrer ikke på det forhold, at minimumsindkomsten (som med modellen ikke omfatter realiserede avancer) er skattepligtig som et udbytte. Den udenlandske investor udbyttebeskattes således fortsat af fx renteindtægter, som investeringsinstituttet har modtaget. Den danske beskattning af renteindtægterne kunne være undgået ved en direkte investering. Derimod kan den samlede beskattning af den udenlandske investor være neutral, når det tages i betragtning, at renteindtægten kan være skattepligtig i investors hjemland.

For den udenlandske investor skabes der mindre transparens, end det er tilfældet i model 1, 2 og 4 i kapitel 9. Modellen vurderes samlet set kun at have en meget begrænset effekt på mulighederne for eksport.

Forenkling

Hvis realiserede avancer fremover udgår af minimumsindkomsten, vil opgørelsen isoleret set blive nemmere. Modellen indebærer dog blot, at realiserede avancer udgår af opgørelsen af minimumsindkomsten. Der skal derfor fortsat opgøres en minimumsindkomst baseret på renter og udbytter og på lagerbeskattede finansielle kontrakter.

Hertil kommer, at opgørelsen af realiserede avancer er ret enkel at foretage for et professionelt investeringsinstitut, der ønsker at indrette sig på danske beskattningsregler. Hvis det udenlandske investeringsinstitut ikke selv ønsker at oparbejde en ekspertise i forhold til de danske regler, vil dette nemt kunne fås ved at købe dansk rådgivningsbistand.

Den skattemæssige opgørelse vil herudover for danske investeringsinstitutter bevæge sig væk fra opgørelsen af instituttets regnskabsmæssige resultat, og der vil i højere grad skulle foretages to

forskellige opgørelser. I det omfang skatteopgørelsen foretages som korrektioner til det regnskabsmæssige resultat, bliver opgørelsen således mere kompliceret i disse tilfælde. Samlet set er det tvivlsomt, om der vil være tale om en forenkling af regelsættet.

At udenlandske investeringsinstitutter ikke ønsker at foretage opgørelsen af minimumsindkomsten formodes desuden primært at være udtryk for, at udenlandske investeringsinstitutter ikke ønsker at indrette sig efter danske regler i store globale afdelinger, der retter sig mod investorer i en lang række lande. En isoleret fritagelse for enkelte elementer i opgørelsen vurderes derfor ikke at være en tilstrækkelig forenkling i forhold til udenlandske investeringsinstitutters ønske om at markedsføre sig over for danske investorer.

Volumen

Modellen vil betyde, at det alt andet lige vil blive mere attraktivt for udenlandske investorer at investere via et dansk minimumsbeskattet investeringsinstitut. Modellen vil derfor alt andet lige kunne være medvirkende til, at danske investeringsinstitutter vil blive mere attraktive for udenlandske investorer. De samme afdelinger vil derfor i større omfang kunne bruges til alle investorer. Danske investorer vil ligeledes opleve en lempeligere beskatning i de minimumsbeskattede institutter. Det formodes derfor, at en andel af de investeringer, der i dag foretages direkte eller via investeringsselskaber, fremover vil ske igennem minimumsbeskattede investeringsinstitutter.

Mulighederne for at skabe volumen i det minimumsbeskattede investeringsinstitut skal dog sammenholdes med, at der kun er begrænsede muligheder for oprettelse af andelsklasser i disse institutter, hvilket taler for, at de samlede muligheder for at forøge volumen er begrænsede.

10.3.2 Model 6: Justering af reglerne for beskatning af investering i investeringsselskaber – ændring fra lagerprincip til realisationsprincip

Reglerne for beskatningen af danske investorer i investeringsselskaber er enkle, og investeringsselskaber er derfor som udgangspunkt velegnede for udenlandske investeringsinstitutter, der ønsker at markedsføre sig i Danmark. Hertil kommer, at investeringsselskabet frit kan oprette andelsklasser og har adgang til at akkumulere indkomsten, hvilket de udenlandske investorer ofte vil have et ønske om. Derfor kan investeringsselskaberne også være egnede for danske investeringsinstitutter, der ønsker at markedsføre sig i udlandet. Det kan på den baggrund overvejes at ændre beskatningen ved investering via investeringsselskaber fra lagerprincippet til et realisationsprincip.

Modellen kan opsummeres til følgende:

- Reglerne for indkomstopgørelsen ved personers investering via investeringsselskaber ændres, så beskatning af investor ikke længere sker efter lagerprincippet. Beskatning af investor sker herefter efter et realisationsprincip. Da der ikke foretages en opgørelse af en minimumsindkomst, baseres beskatningen på investors realisation. Dvs. at beskatning af investor først sker, når investor realiserer gevinst eller tab via salg af investeringsbeviset.
- Beskatningen sker stadig som kapitalindkomst for personer.

Neutralitet

Modellen vil skabe betydelige forvridninger i forhold til direkte investering, idet realiserede afkast kan akkumulere via investeringsselskaber modsat tilfældet ved direkte investering. Modellen vil indebære, at personer vil kunne købe og sælge værdipapirer via et investeringsinstitut uden beskatning, idet beskatningen først udløses på det tidspunkt, hvor investeringsbeviset sælges. Løs-

ningen vil derfor være stærkt forvridende for investeringsbeslutningerne, og det formodes, at investor vil fastholde investeringsbeviser længere end ellers.

Også i forhold til de minimumsbeskattede investeringsinstitutter vil reglerne for investeringsselskaber blive lempeligere. Med de gældende regler er der ikke væsentlig forskel i investors afkast efter skat, når der investeres i obligationsbaserede afdelinger. Modellen vil gøre det væsentligt mere attraktivt at investere i obligationer via investeringsselskabet frem for det minimumsbeskattede institut, da investor opnår skatteudskydelse på de løbende rentebetalinger fra obligationerne.

Aktiebaserede institutter med minimumsbeskatning vurderes derimod fortsat mere attraktive for den almindelige investor end aktiebaserede investeringsselskaber, da afkast fra minimumsbeskattede investeringsinstitutter henregnes til aktieindkomst, som for de fleste investorer beskattes lempeligere end kapitalindkomst. Samtidig har det minimumsbeskattede investeringsinstitut udbyttefrikort for udbytter fra danske aktier, hvilket ikke er tilfældet for investeringsselskabet.

Provenu

Modellen giver investor mulighed for at udskyde beskatningen af afkast (realiserede og urealiserede) inden for rammerne af investeringsselskaberne. En overgang fra lager- til realisationsbeskatning uden krav om opgørelse af minimumsindkomst indebærer, at samtlige afkast først beskattes ved realisation af investeringsbeviset. Med en beholdningsværdi på ca. 33 mia. kr. erhvervet for frie midler i danske og udenlandske investeringsselskaber, og en gennemsnitlig holdeperiode på fire år, skønnes denne skatteudskydelse at medføre et umiddelbart mindreprovenu på ca. 105 mio. kr. årligt.

Investor får et incitament til at holde sit investeringsbevis længere end tidligere, da skatten derved udskydes længst muligt. Samtidig indebærer modellen en betydelig fordel for investeringsselskaberne, særligt ved investeringer i obligationer hvor afkastet i dag beskattes tilnærmelsesvist neutralt på tværs af investeringsformer. Tilsvarende model 5, så indebærer dette et samfundsøkonomisk tab, ligesom der opstår et betydeligt mindreprovenu som følge af ændret adfærd. Dette fremkommer både som følge af skatteudskydelsen og som følge af ændret investeringsadfærd.

Det vurderes, at investeringer i obligationer vil blive betydeligt mere fordelagtige via investeringsselskaber og at dette på sigt vil kunne udkonkurrere både obligationsbaserede minimumsbeskattede investeringsinstitutter samt direkte investeringer i obligationer. Derfor forventes personlige danske investorer for fremtiden at foretage samtlige obligationsinvesteringer for frie midler via investeringsselskaber.

Hvis det samtidig antages, at den gennemsnitlige holdeperiode fordobles til otte år, da skønnes det samlede mindreprovenu at andrage henved 705 mio. kr. årligt efter tilbageløb og adfærd.

Import

Modellen vil kunne skabe ét enkelt regelsæt for investeringsinstitutter, i det omfang danske investorer fremover finder investeringsselskaberne mere attraktive end de minimumsbeskattede institutter. I visse situationer kan reglerne for investeringsselskaber således blive så attraktive, at der ikke længere vil være et incitament til at investere via de minimumsbeskattede investeringsinstitutter, *jf. ovenfor under neutralitet*. Dette vil primært gælde de obligationsbaserede afdelinger. Derimod

vurderes de aktiebaserede minimumsbeskattede investeringsinstitutter fortsat at være mere attraktive for den almindelige investor.

Da investeringsselskaberne vil kunne anvendes af udenlandske investeringsinstitutter, vil modellen kunne medføre, at udenlandske investeringsinstitutter uden skattemæssige problemer vil kunne markedsføre deres produkter i Danmark.

Eksport

Modellen har kun betydning for danske investorer. Modellen vil dermed som udgangspunkt ikke medvirke til, at danske investeringsinstitutter lettere kan markedsføre sig i udlandet. Modellen vil dog gøre det mere attraktivt for danske investorer at investere via investeringsselskaber. Afkastet fra aktiebaserede minimumsbeskattede investeringsinstitutter beskattes dog lempeligere for de fleste investorer. Dels fordi afkastet opgøres som aktieindkomst modsat kapitalindkomst i investeringsselskaberne. Dels fordi de minimumsbeskattede institutter har frikort, hvormed de fritages for kildeskat ved investering i danske aktier.

Hvis danske investorer i højere grad investerer i investeringsselskaber frem for minimumsbeskattede investeringsinstitutter, vurderes det, at også danske investeringsinstitutter vil kunne få et større incitament til at anvende investeringsselskaberne som ramme. Den forøgede volumen og den frie mulighed for at kunne oprette andelsklasser vil samlet set kunne forbedre mulighederne for, at danske investeringsinstitutter vil kunne markedsføre sig over for udenlandske investorer.

Forenkling

Ved at indføre realisationsbeskatning vil investor skulle opgøre avancen efter de principper, som kendes i dag, hvilket vil sige efter gennemsnitsmetoden. Denne metode er mere kompleks for investor end beskatning efter lagerprincippet, hvilket således ikke vil medføre forenkling for investor.

Modellen vil gøre regelsættet for investeringsselskaber markant lempeligere end i dag. Det minimumsbeskattede investeringsinstitut vil fortsat have en konkurrencemæssig fordel i forhold til investeringsselskabet, i det omfang instituttet er aktiebaseret. Dette skyldes, at afkastet opgøres som aktieindkomst, og at instituttet er fritaget for skat af danske aktieudbytter. Det forholder sig anderledes for obligationsbaserede institutter, hvor beskatningen i dag er relativt neutral på tværs af investeringsformer. Modellen indebærer derfor, at investeringsselskaberne vil opnå en betydelig konkurrencefordel ved investeringer i obligationer, både i forhold til de minimumsbeskattede institutter og i forhold til direkte investeringer. I det omfang investorerne i højere grad vil anvende investeringsselskaberne fremadrettet, vil modellen til en vis grad kunne medføre, at investorerne vil benytte et mere enkelt regelsæt.

Det vurderes således, at modellen vil være forenkende for investeringsinstitutterne men ikke for investorerne.

Volumen

Modellen vil kunne betyde, at beskatningen af investeringsselskaber bliver så lempelig, at investeringsselskaberne i visse situationer vil udkonkurrere de andre former for investering – både via andre former for investeringsinstitutter og via direkte investering, men dog ikke via aktiebaserede minimumsbeskattede investeringsinstitutter. Løsningen vil derfor kunne skabe mulighed for en

meget stor volumen i visse af investeringsselskaberne. Dette skal ses i sammenhæng med, at der allerede i dag er fri mulighed for at oprette andelsklasser i investeringsselskaberne.

10.3.3 Model 7: Justering af reglerne for beskatning af investering i investeringsselskaber – realisationsprincip og skabelonbeskatning

Model 6 vil som beskrevet medføre nogle forvriddinger i forhold til direkte investering, og dermed vil løsningen medføre et væsentligt provenutab. Med inspiration fra beskatningsreglerne i Sverige kan det derfor i stedet overvejes at indføre en alternativ form for beskatning.

Som beskrevet i kapitel 8 indebærer de svenske regler en løbende skabelonbeskatning af investor, hvor beskatningen ikke relateres til de realiserede gevinster i investeringsinstituttet.

Der er i de svenske regler heller ikke tale om, at investor beskattes på grundlag af udviklingen i værdien af investeringsbeviset, men at investor hvert år beskattes af værdien af beviset med en forholdsvis lav sats.

Overordnet kan der principielt indføres en model, hvor investeringsinstituttet kan akkumulere sit investeringsafkast, samtidig med at investor ikke lagerbeskattes som følge af værdiudviklingen i investeringsinstituttet. Beskatningen af den danske investor sker derimod ved, at investor hvert år skal indtægtsføre en skabelonindkomst, der beregnes som en procentdel af investeringsbevisets værdi ultimo indkomståret (skabelonbeskatning), samtidig med at investor beskattes ved realisation af sit investeringsbevis. Avancen ved realisation af investeringsbeviset beskattes som kapitalindkomst svarende til de gældende regler.

Minimumsbeskattede institutter beskattes ikke ved udbytteudlodning fra deres underliggende investeringer i danske selskaber. Dette begrundes med den løbende beskatning hos investor i form af den årlige opgørelse af minimumsindkomsten. Der er således direkte sammenhæng mellem skattefritagelsen af instituttet og beskatningen af investor. Denne direkte sammenhæng er ikke til stede, hvis investeringsinstituttet kan akkumulere indtægter, og der ikke sker en modsvarende løbende beskatning hos investor. På den baggrund er denne model kun fundet relevant for investeringsselskaber, hvor udbytteudlodninger fra deres underliggende investeringer i danske selskaber *ikke* er fritaget for kildebeskatning.

Modellen svarer til, at en persons investeringer i et investeringsselskab udsættes for realisationsbeskatning frem for lagerbeskatning, samtidig med at der indføres en skabelonkat. Skabelonbeskatningen kan derfor betragtes som den pris, investor må betale, for at indtægterne i investeringsselskabet fremover kan akkumuleres, uden at investor samtidig udsættes for lagerbeskatning. Skabelonbeskatningen kan sammenlignes med en afgift.

Investeringsselskaber vil for danske personlige investorer fungere som et "skabelonbeskattet investeringsinstitut", samtidig med at det over for andre investorer er et investeringsselskab efter de regler, som kendes i dag.

Modellen kan opsummeres til følgende:

- Reglerne for indkomstopgørelsen ved investering i investeringsselskaber ændres, således at beskatning af investor ikke længere sker efter et lagerprincip. Beskatning af investor sker herefter

efter et realisationsprincip. Dvs. at beskattning af investor sker, når investor realiserer gevinst eller tab via salg af investeringsbeviset.

- Ud over beskattningen ved afståelse af investeringsbeviset skal investor herudover årligt beskattes af en skabelonindkomst opgjort på grundlag af værdien af investeringsbeviset ved udgangen af indkomståret.
- Både af skabelonindkomsten og gevinsten ved salg sker som kapitalindkomst.

Neutralitet

Modellen vil ikke være neutral i forhold til en direkte investering. Hvis der ikke sker udlodning eller salg, vil beskattningen som udgangspunkt ikke relatere sig til en realiseret indkomst i investerings-selskabet, som ellers ville være skattepligtig, hvis investeringen var foretaget direkte. Der vil heller ikke være tale om en beskattning, der følger udviklingen i værdien af de underliggende aktiver.

Da skabelonbeskattningen baserer sig på ultimoværdien, vil beskattning finde sted, uanset om investor modtager en udlodning eller ej, og uanset om værdien af investeringsbeviset er steget eller faldet i årets løb. Beskattning vil derfor ske, uanset at investor i det pågældende år reelt har lidt et tab. Løsningen er derfor mindre neutral end de gældende regler for minimumsbeskattede investeringsinstitutter og også mindre neutral end reglerne for investeringsselskaberne.

Provenu

Det mindreprovenu, der opstår som følge af, at investeringsinstituttet kan akkumulere, finansieres med en beskattning af investor, der beregnes på baggrund af investeringsbevisets værdi ultimo indkomståret (skabelonbeskattning).

Modellen svarer grundlæggende til model 6, som går ud på, at beskattningen ændres fra lagerprincip til realisationsprincip, bortset fra at mindreprovenuet, der opstår ved at overgå til realisationsbeskattning, finansieres ved at pålægge investor en skabelonskat. Med betydelig usikkerhed beregnes satsen for denne skabelonskat til ca. 0,3 pct. af den investerede formue på ca. 33 mia. kr., hvoraf ca. 25 mia. kr. er placeret i danske investeringsselskaber, mens ca. 8 mia. kr. er placeret i udenlandske investeringsselskaber. Dette vil neutralisere det umiddelbare mindreprovenu fra model 6.

Skabelonskatten beregnes med henblik på at neutralisere betydningen af en gennemsnitlig investors skatteudskydelse, som netop opstår ved at lade investeringsselskabet akkumulere på vegne af investor. Langsigtede investorer vil dog opleve, at gevinsten ved skatteudskydelse overstiger satsen for skabelonskat, da vedkommende holder sit investeringsbevis i længere tid end gennemsnittet. Det modsatte gør sig gældende for kortsigtede investorer. På sigt vil modellen derfor medføre, at den gennemsnitlige holdeperiode i investeringsselskaberne stiger, hvorved der gradvist opstår et mindreprovenu. Hvis den gennemsnitlige holdeperiode fordobles til otte år, skønnes modellen at indebære et årligt mindreprovenu efter tilbageløb og adfærd på ca. 75 mio. kr.

Import

Der vil for institutterne isoleret set være tale om et enkelt regelsæt, som udelukkende stiller krav til opgørelse af en ultimoværdi. Derfor vil der ikke være problemer for udenlandske investeringsinstitutter med hensyn til at opfylde opgørelseskravene. Modellen vil derfor kunne være attraktiv at anvende for udenlandske institutter, der ønsker at tilbyde investeringsprodukter på det danske marked. Regelsættet er dog ikke mere enkelt end det, der gælder for investeringsselskaberne i dag.

Modellen kan opfattes som værende mere attraktiv for den danske investor end de gældende regler for investeringsselskaber, i det omfang lagerbeskatning tillægges negative egenskaber ud over de rent økonomiske aspekter. Økonomisk set stilles investorerne dog samlet set ikke bedre end efter de gældende regler for investeringsselskaber, da skabelonskatten netop modsvarer gevinsten ved at udskyde skatten.

Modellen forventes ikke at ændre ved, at danske investorer i forhold til aktieinvesteringer i mange tilfælde foretrækker de aktiebaserede minimumsbeskattede investeringsinstitutter. Som tidligere nævnt har disse institutter en række skattemæssige fordele for investorerne – herunder at de har udbyttefrikort, og at afkastet beskattes som aktieindkomst. Det må således forventes, at danske investorer stadig i vidt omfang vil foretrække de minimumsbeskattede investeringsinstitutter.

Eksport

Modellen har kun betydning for danske investorer. Modellen vil dermed som udgangspunkt ikke kunne være medvirkende til, at danske investeringsinstitutter lettere kan markedsføres i udlandet.

I det omfang danske investorer i videre omfang vil investere i investeringsselskaber frem for minimumsbeskattede investeringsinstitutter, vurderes det, at den forøgede volumen samlet vil kunne forbedre mulighederne for, at danske investeringsinstitutter vil kunne markedsføre sig over for udenlandske investorer. Hertil kommer, at der er fri mulighed for andelsklasser i investeringsselskaberne, og investorernes forskellige præferencer (fx til om der sker udlodning eller akkumulering) kan således tilgodeses.

Som nævnt under import vil modellen dog næppe føre til øget volumen i investeringsselskaberne.

Forenkling

Hvis modellen blot indfører et nyt regelsæt for beskattning af investering via investeringsinstitutter, vil der isoleret set ikke være tale om en forenkling, men modellen er dog i sig selv forholdsvis enkel. Modellen er dog mere kompliceret end de gældende regler for beskattning af investeringer i investeringsselskaber, idet realisationsprincippet er mere kompliceret end lagerprincippet, hvortil kommer skabelonbeskatningen.

Den samlede beskattning af investor og investeringsinstitut vil være væsentligt nemmere at administrere end regelsættet vedrørende de minimumsbeskattede investeringsinstitutter. I det omfang modellen gør investeringsselskaberne mere attraktive for investor end de minimumsbeskattede investeringsinstitutter, således at de overflødiggøres, vil det samlet kunne være en forenkling men ikke for investor. Dette vil dog næppe være tilfældet.

Der må forventes at skulle indføres værnsregler, herunder for at forhindre en omgåelse af skabelonbeskatningen gennem afståelse og generhvervelse af investeringsbeviset omkring årsskiftet, hvis satsen for skabelonbeskatningen overstiger transaktionsomkostningerne herved. Dette vil ikke være forenklende.

Volumen

Modellen vil fungere inden for rammerne af investeringsselskabet, og der vil derfor blive skabt mulighed for større volumen i disse institutter. Der er i dag fri mulighed for at oprette andelsklasser i investeringsselskaber, hvilket medvirker til, at investorer med forskellige præferencer kan deltage i

de samme afdelinger, hvilket skaber mulighed for volumen i investeringsselskabet. Men da det må antages, at investeringsselskaberne ikke bliver gunstigere end de aktiebaserede minimumsbeskattede investeringsinstitutter, vil denne effekt dog være yderst begrænset.

10.3.4 Model 8: Justering af reglerne for beskatning af investering i investeringsselskaber - ændring af beskatningen til enten aktie- eller kapitalindkomst

Som alternativ til model 6 og 7 kan det overvejes at bevare lagerprincippet, men i stedet justere beskatningen af investeringer i investeringsselskaber, således at indkomsten i større grad beskattes som aktieindkomst. I dag kvalificeres afkastet som kapitalindkomst, uanset hvilke aktiver investeringsselskabet ejer, og dermed også uanset at investeringsselskabet udelukkende investerer i aktier. De gældende regler er således ikke neutrale men skaber en forvridding i forhold til direkte investering. Det kan derfor overvejes at indføre en differentiering af investeringsselskaberne mellem, om de er aktie- eller obligationsbaserede, ligesom det er tilfældet for de minimumsbeskattede investeringsinstitutter.

Oprindeligt var formålet med at indføre kapitalindkomstbeskatning på investeringer via investeringsselskaber, at der ikke skulle være mulighed for at konvertere obligationsinvesteringer til aktieinvesteringer ved at investere i obligationer gennem et selskab i et lavskatteland, for derved reelt at bringe sig fra den dengang generelt høje kapitalindkomstbeskatning til den dengang lavere aktieindkomstbeskatning.

Behovet for at sikre, at kapitalindkomst ikke konverteres til aktieindkomst, er ikke så stærkt i dag, som da reglerne for beskatningen af investeringsselskaber blev indført, da forskellen mellem kapitalindkomstbeskatning og aktieindkomstbeskatning er snævret ind i forbindelse med, at de højeste satser for beskatning af positiv nettokapitalindkomst gradvist er sænket fra 2010 til 2014. Således er den højeste sats for beskatning af positiv nettokapitalindkomst reduceret fra ca. 50 pct. i 2010 til 42 pct. i 2014. Den højeste sats for beskatning af aktieindkomst er også 42 pct.

Ændringen i beskatningen kan ske ved at beskatte alt afkast fra investeringsselskaber som aktieindkomst. Dette vil dog stadig i et vist omfang medføre ikke-neutrale regler i forhold til direkte investering. For i videst muligt omfang at skabe neutralitet bør modellen indrettes således, at beskatningen enten sker som aktieindkomst eller som kapitalindkomst baseret på en sondring mellem, om investeringsselskabet overvejende investerer i aktier eller i obligationer. Dette svarer til de gældende regler for beskatning af afkast i minimumsbeskattede investeringsinstitutter, hvor der tilsvarende sker en opdeling i aktiebaserede og obligationsbaserede investeringsinstitutter. Dette vil mindske forvriddingerne.

I de situationer, hvor beskatningen sker som aktieindkomst, vil modellen betyde, at der vil ske lagerbeskatning af en investering, hvor tabet er kildeartsbegrænset. Koblingen vil kunne give nogle u hensigtsmæssige konsekvenser.

En investor, der lagerbeskattes, kan således i visse tilfælde risikere at blive udsat for en hårdere beskatning af investeringen set over hele ejerperioden, end hvad der svarer til det reelle afkast på investeringen. Eksempelvis er der mulighed for, at investor i år 1 bliver beskattet af en positiv indkomst, mens der ikke umiddelbart er mulighed for at fradrage et tilsvarende tab (nedgang i værdien på investeringsbeviset) i år 2, hvis tabet er kildeartsbegrænset. Hvis investeringsbeviset afstås ultimo år 2, er investor således isoleret set blevet beskattet af stigningen i år 1, selvom investerin-

gen set over 2 år hverken har givet gevinst eller tab. Investor kan dog opnå samme effekt ved at investere direkte i 2 realisationsbeskattede aktier, hvor den ene realiseres med gevinst, og året efter realiseres den anden med tab.

Lagerbeskatning kan således i visse tilfælde være vanskeligt forenelig med kildeartsbegrænsning. Det kan derfor overvejes at supplere modellen med en justering af reglerne med en carry-back regel, der afbøder de u hensigtsmæssige virkninger af kildeartsbegrænsningen specifikt for investeringer i investeringsselskaber.

Modellen kan opsummeres til følgende:

- Beskatningen af danske investorer ved investering i investeringsselskaber sker efter lagerprincippet.
- Beskatningen sker som enten aktieindkomst eller kapitalindkomst, alt efter om investeringsselskabet hovedsageligt investerer i enten aktier eller obligationer.
- Hvis investeringsselskabet er aktiebaseret, vil et evt. tab være kildeartsbegrænset, således at tabet kun kan fradrages i gevinst ved investering i aktiebaserede investeringsselskaber eller i børsnoterede aktier. Tabet vil også kunne fradrages i udbytter fra aktiebaserede investeringsselskaber eller børsnoterede aktier.
- Der gives herudover mulighed for en form for carry back, dvs. at et tab kun er kildeartsbegrænset, i det omfang det overstiger tidligere års beskattede gevinster på samme investeringsbevis (svarende til bestemmelsen om finansielle kontrakter i kursgevinstloven).

Neutralitet

Modellen vil trække i retning af en højere grad af neutralitet i forhold til direkte investering. Afkastet fra investeringer via investeringsselskaber vil således overordnet set kunne blive beskattet som samme indkomst som ved direkte investering i de underliggende værdipapirer. Modellen kan således sikre, at investering i aktier via et investeringsselskab fremover beskattes som aktieindkomst.

For de fleste investorer vil en overgang fra kapitalindkomst til aktieindkomst indebære en nedsættelse af skattesatsen, *jf. kapitel 6*. Det er dog ikke muligt entydigt at konkludere, at en aktieindkomstbeskatning altid vil være en fordel for investor. Det skyldes, at mange faktorer har indflydelse på, om det er en fordel eller en ulempe. Herunder har det betydning, om investor i forvejen har negativ kapitalindkomst, som et positivt afkast kan modregnes i efter de gældende regler, ligesom det har betydning, om der er tale om store eller små afkast, som således ligger over eller under progressionsgrænserne, der findes i både kapital- og aktieindkomstbeskatningssystemet.

Den foreslåede justering af kildeartsbegrænsningen vil sikre, at lagerprincippet ikke fører til dårligere fradragsmulighed end ved direkte investering og vil dermed sikre en større neutralitet end almindelig kildeartsbegrænsning. Der bliver dog ikke fuld neutralitet mellem indirekte og direkte investering mht. tabsfradrag, idet justeringen, afhængigt af investeringens forløb, kan give investor bedre fradragsmulighed end ved direkte investering. Til gengæld skal lagerprincippet og ikke realisationsprincippet anvendes. En fuld neutralitet mht. tabsfradrag ville kræve en administrativt ganske kompliceret fradragsregel, hvilket er fravalgt.

På den baggrund må det antages, at modellen for de fleste investorer vil medføre en højere grad af neutralitet set i forhold til direkte investering i aktier.

Provenu

De fleste personlige investorer beskattes lempeligere af aktieindkomst end af kapitalindkomst. Det vil dermed være en fordel for investeringsselskaberne, hvis der fremadrettet sondres mellem indkomstarterne for deres danske investorer. Investorerne i de aktiebaserede investeringsselskaber vil i så fald blive beskattet med satsen for aktieindkomst, som ofte er betydeligt lavere end satsen for kapitalindkomst. Det umiddelbare mindreprovenu fremkommer som forskellen imellem de to satser og vil med en investeret formue i aktiebaserede investeringsselskaber på ca. 13 mia. kr. (både danske og udenlandske afdelinger, erhvervet for frie midler) beløbe sig til knap 40 mio. kr. årligt.

Modellen skønnes ikke at medføre nævneværdige adfærdsmæssige konsekvenser. Dette skyldes dels, at modellen øger neutraliteten og dels, at de minimumsbeskattede investeringsinstitutter stadig opnår skattemæssige fordele i forhold til investeringsselskaberne. Derfor forventes det ikke, at investorerne vil ændre adfærd i et omfang, hvor det vil have provenumæssig betydning. Samtidig tilskynder modellen ikke til, at investor ændrer på holdeperioden af sine investeringsbeviser. Efter tilbageløb og adfærd skønnes mindreprovenuet således til ca. 30 mio. kr. årligt.

Import

I forhold til udenlandske investeringsinstitutter vil modellen gøre det mere attraktivt at udbyde deres produkter på det danske marked via investeringsselskaber, idet investeringen for en dansk investor bliver mere neutral i forhold til en direkte investering. Udenlandske investeringsinstitutter ønsker i vidt omfang ikke at opgøre en minimumsindkomst, hvorfor investeringsselskaber vil kunne udgøre en god ramme for, at udenlandske investeringsinstitutter kan tilbyde deres produkter til danske investorer. Modellen ændrer ikke på, at afkastet fra investeringsselskaberne ofte beskattes hårdere end afkastet fra de minimumsbeskattede institutter. Det kan derfor ikke forventes, at importproblemet løses med den opridsede model i sig selv. Det kan dog forventes, at modellen bidrager til at mindske problemet i begrænset omfang.

Eksport

Modellen har kun betydning for danske investorer. Modellen vil dermed som udgangspunkt ikke kunne være medvirkende til, at danske investeringsinstitutter lettere kan markedsføres i udlandet.

I det omfang danske investorer i højere grad investerer via investeringsselskaber frem for i minimumsbeskattede investeringsinstitutter, vurderes det dog, at den forøgede volumen i danske investeringsselskaber samlet set vil kunne nedbringe omkostningerne og dermed forbedre mulighederne for, at danske investeringsselskaber vil kunne markedsføre sig over for udenlandske investorer. Som tidligere nævnt vil der dog stadig være en række punkter, hvor de aktiebaserede minimumsbeskattede investeringsinstitutter er undergivet lempeligere beskatningsregler end investeringsselskaberne. Modellen bidrager derfor kun begrænset, hvis overhovedet, til at løse eksportproblemet.

Forenkling

Det vurderes, at en ændring, således at beskattningen sker som aktieindkomst eller kapitalindkomst, baseret på om investeringsselskabet hovedsagelig investerer i enten aktier eller obligationer, ikke vil være kompliceret at anvende. De gældende regler for opdeling, som de kendes fra de minimumsbeskattede investeringsinstitutter, er således enkle at anvende, og det må antages, at også

udenlandske investeringselskaber vil kunne foretage en sådan opgørelse, idet de også ofte vil være opdelt i primært aktiebaserede eller obligationsbaserede afdelinger.

Hvis der indføres en justering af reglerne for kildeartsbegrænsning, således at tab ved investering i aktiebaserede investeringselskaber kan udlignes i evt. gevinster, der er beskattet i tidligere indkomstår, vil dette ikke være forenkende, men vurderingen er dog, at komplikationen i givet fald vil være begrænset, bl.a. fordi der ikke vil være tale om en adgang til genoptagelse af gamle indkomstår.

På trods af at reglerne for investeringselskaber gøres mere komplekse, er de fortsat væsentligt nemmere at administrere end de minimumsbeskattede investeringsinstitutter. I det omfang modellen gør investeringselskaberne mere attraktive for investor end de minimumsbeskattede investeringsinstitutter, således at de overflødiggøres, vil det samlet være en forenkling. Dette vil dog næppe være tilfældet.

Volumen

Der er i dag fri mulighed for at oprette andelsklasser i investeringselskaber, hvilket medvirker til, at investorer med forskellige præferencer kan deltage i de samme afdelinger. Investeringselskaber anvendes i dag som grundlag for investeringer fra udenlandske investorer. I det omfang det gøres mere attraktivt at investere i investeringselskaber for danske investorer, vil investeringselskaber i højere grad kunne danne basis for investeringer både for danske og udenlandske investorer. Dette vil give mulighed for, at volumen i disse kan stige, hvad der kan skabe mulighed for lavere omkostninger for investeringselskaberne.

På den anden side bevarer de minimumsbeskattede investeringsinstitutter en konkurrencemæssig fordel i forhold til investeringselskaberne, da investor via minimumsindkomsten kun beskattes af realiserede avancer. Dette står i modsætning til investeringselskaberne, hvor også ikke realiserede avancer indgår i lagerbeskatningen. Herudover er de minimumsbeskattede investeringsinstitutter, modsat investeringselskaberne, via frikortsordningen fritaget for skat på 15 pct. på aktieudbytter fra danske selskaber. Modellen vurderes således kun i yderst begrænset omfang at kunne medvirke til, at danske fysiske personer med frie midler vil foretrække investeringselskaber. Dermed vil effekten på volumen være begrænset.

10.3.5 Model 9 – Justering af reglerne for beskatning af investering i investeringselskaber – lavere medregningsprocent

En personlig investor udsættes som udgangspunkt med lagerbeskatning for en hårdere beskatning, end det er tilfældet i realisationsbeskattede investeringsaktiver som fx aktier. Det fremgår således af kapitel 7, at realisationsbeskatning som udgangspunkt er mere attraktiv for investor end lagerbeskatning, fordi realisationsbeskatningen medfører en udskydelse af beskatningstidspunktet, hvilket indebærer en rentefordel for investor. Denne skatteudskydelse kan der kompenseres for i forbindelse med lagerbeskatningen ved at give en rabat ved selve indkomstopgørelsen, der kompenserer investor for at blive lagerbeskattet af investeringsaktiver, der ellers ville være realisationsbeskattede. Dette kan konkret ske, ved at indkomsten fra et investeringselskab medregnes med en lavere procent end 100. Nedsættelsen skal ske både ved gevinst og tab.

En nedsættelse på ca. 1 pct. af den skattepligtige indkomst svarer til merbeskatningen ved lagerprincippet for en typisk investor. Dette svarer altså til, at investor kun skal medregne ca. 99 pct. af

afkastet for et givent indkomstår i den skattepligtige indkomst. Indkomsten skal medregnes til kapitalindkomsten efter de gældende regler. Løsningen kan dog også kobles på model 8, hvorefter indkomst fra investeringsselskaber medregnes til enten aktieindkomsten eller kapitalindkomsten alt afhængigt af, hvilke værdipapirer investeringsselskabet investerer i.

Modellen kan skabe et incitament til at investere i finansielle kontrakter via et investeringsselskab, da afkastet herfra lagerbeskattes uden rabat ved direkte investering. Det kan derfor overvejes at begrænse muligheden for at investere i finansielle kontrakter via investeringsselskabet til alene at være finansielle kontrakter, der er nødvendige af hensyn til afdækning af konkrete risici fx valutakursrisiko.

Isoleret set vil der for mange danske investorer stadig være tale om en mindre neutral beskattning, da beskattningen ved investering i investeringsselskaber stadig vil ske som kapitalindkomst, uanset om investeringsselskabet udelukkende investerer i aktier. Dette vil kunne imødegås ved at kombinere modellen med model 8, *jf. ovenfor*. Ved en kombination med model 8 kunne model 9 evt. indrettes, således at den lavere medregningsprocent kun gælder for aktiebaserede investeringsinstitutter for at skabe den højeste grad af neutralitet.

Modellen kan opsummeres til følgende:

- Beskattningen af danske investorer ved investering i investeringsselskaber sker efter lagerprincippet.
- Beskattningen sker som udgangspunkt som kapitalindkomst.
- Ved skatteopgørelsen medregnes kun 98,9 pct. af den opgjorte gevinst eller det opgjorte tab til den skattepligtige indkomst.
- Der fastsættes en værnsregel, således at der skal ske fuld beskattning, hvis investeringsinstituttet overvejende investerer i finansielle kontrakter.

Neutralitet

Der vil som udgangspunkt blive skabt større ligestilling mellem investeringer via investeringsselskaber og direkte investeringer, idet effekten af lagerbeskattningen neutraliseres. Modellen vil dermed også kunne betyde, at der skabes et pres på, at andre former for lagerbeskattning kombineres med en nedsat medregningsprocent.

I forhold til investering i finansielle kontrakter vil modellen som udgangspunkt skabe forvriddning i forhold til direkte investering. Den skitserede værnsregel vil dog i vidt omfang kunne imødegå dette. Hvis modellen kun skal gælde for aktiebaserede investeringsinstitutter, vil denne effekt ligeledes kunne undgås.

Model 9, hvor der generelt gives en lavere medregningsprocent for investering i alle investeringsselskaber, vurderes samlet at gøre investering i aktier via et investeringsselskab mere neutral for den gennemsnitlige aktieinvestor.

Denne vurdering baserer sig dog på en gennemsnitsbetragtning. For investorer med præferencer for at holde aktiebaserede investeringsbeviser i en kort periode vil det være en fordel at anvende investeringsselskabet, hvor medregningsprocenten er lavere, mens det modsatte ikke vil være tilfældet for de investorer, der ønsker aktiebaserede investeringsbeviser med en lang investeringshorisont, da lagerbeskattningen for disse investorer har større økonomisk betydning. De langsigtede investorer må derfor formodes at foretrække det minimumsbeskattede investeringsinstitut, mens

de kortsigtede investorer vil foretrække investeringsselskabet. Uden en samtidig afskaffelse af reglerne for de minimumsbeskattede investeringsinstitutter vil modellen således ikke være neutral.

En generel model vurderes ikke at være neutral for obligationsbaserede investeringsselskaber, da obligationsinvesteringer via et investeringsselskab i forvejen er relativt neutrale i forhold til direkte investeringer i obligationer.

Provenu

Hvis medregningsprocenten lempes til 98,9 pct. af afkastet fra lagerbeskattede investeringsselskaber skønnes det, at en gennemsnitlig investor med en holdeperiode på fire år vil opleve en beskatning svarende til, at afkastet realisationsbeskattes. Dette medfører et umiddelbart mindreprovenu på ca. 5 mio. kr., svarende til skatteværdien af forskellen mellem fuld medregning af den skattepligtige indkomst og medregning efter rabat.

Afkastet fra obligationer beskattes i dag forholdsvist neutralt, uanset om investeringerne foretages direkte, via minimumsbeskattede institutter eller via investeringsselskaber. Dermed opnår investeringsselskaberne med rabatten en klar konkurrencefordel for obligationsorienterede investorer, som derfor formodes at flytte deres investeringer ind i regi af investeringsselskaberne. Rabatten forventes derfor at omfatte en betydelig større formue efter adfærdsændringer, hvormed det samlede mindreprovenu bliver større end den umiddelbare virkning. Efter tilbageløb og adfærd skønnes det således, at det samlede mindreprovenu beløber sig til ca. 25 mio. kr. årligt.

Medregningsprocenten vil skulle reduceres yderligere, hvis modellen begrænses til alene at omfatte aktiebaserede afdelinger, da urealiserede avancer i så fald vurderes at udgøre en større andel af det samlede afkast. Mindreprovenuet vil dog blive reduceret betragteligt, da rabatten i medregningsprocenten kun vil omfatte en betydeligt mindre andel af afkastet fra personers finansielle investeringer for frie midler.

Import

Modellen vil gøre det mere attraktivt for danske investorer at investere i lagerbeskattede investeringsselskaber set i forhold til de gældende regler. Dermed vil modellen kunne være medvirkende til, at investeringsselskaber i højere grad vil kunne konkurrere med de minimumsbeskattede investeringsinstitutter. Udenlandske investeringsinstitutter vil ofte være organiserede som investeringsselskaber, og derfor vil modellen kunne være medvirkende til, at det i større omfang vil være attraktivt for udenlandske investeringsinstitutter at markedsføre sig på det danske marked.

Den foreslåede værnsregel, hvorefter udenlandske institutter kun er interessante for danske investorer, hvis instituttet opgør og oplyser, om det overvejende investerer i finansielle kontrakter, vil dog isoleret set modvirke dette.

De aktiebaserede minimumsbeskattede investeringsinstitutter vil stadig have gunstigere skatteforhold, idet der i disse institutter ikke sker beskatning af udbytter fra danske selskaber, ligesom der ikke sondres mellem aktie- og kapitalindkomst i investeringsselskaberne.

Eksport

Modellen har kun betydning for danske investorer. Modellen vil dermed som udgangspunkt ikke være medvirkende til, at danske investeringsinstitutter lettere kan markedsføre sig i udlandet.

I det omfang danske investorer i højere grad investerer i investeringsselskaber frem for i minimumsbeskattede investeringsinstitutter, vurderes det dog, at den forøgede volumen samlet set vil kunne forbedre mulighederne for, at danske investeringsinstitutter vil kunne markedsføre sig over for udenlandske investorer. Her til kommer, at der er fri mulighed for andelsklasser i investeringsselskaberne, hvormed investorernes forskellige præferencer (fx til om der sker udlodning eller akkumulering) lettere kan tilgodeses.

Forenkling

En ny opgørelsesmetode ved investering i investeringsselskaber er isoleret set ikke forenkende. Der er dog tale om en ret enkel regel, som vil være forholdsvis nem at anvende for investor.

Hvis det vurderes, at der er behov for værnsregler i forhold til at investere i finansielle kontrakter via investeringsselskaber, vil dette ikke være forenkende.

På trods af at modellen isoleret set ikke er forenkende, er den samlede beskatning af investor og investeringsselskabet fortsat væsentligt nemmere at administrere, end det er tilfældet i de minimumsbeskattede investeringsinstitutter. I det omfang modellen gør investeringsselskaberne mere attraktive for investor end de minimumsbeskattede investeringsinstitutter, således at de overflødiggøres, vil det samlet set være en forenkling. Som tidligere nævnt har de minimumsbeskattede investeringsinstitutter andre fordele, hvis de investerer i aktier. Det forventes derfor ikke, at investeringsselskaberne vil tiltrække yderligere investeringer i aktier. Det forholder sig dog anderledes for obligationsbaserede investeringer, hvor investeringsselskaberne vil opnå en betydelig fordel.

Volumen

Ved at nedsætte den effektive beskatning af afkastet fra investeringer via investeringsselskaber vil investering herigennem blive mere attraktivt i forhold til direkte investering og i forhold til investering via minimumsbeskattede investeringsinstitutter. Dette vil kunne danne grundlag for, at der kan opstå en større volumen i investeringsselskaberne. Investeringsselskaberne vil således, i videre omfang end i dag, kunne danne ramme om investeringer for både danske og udenlandske investorer. Dette vil især være tilfældet ved investeringer i obligationer og til dels ved investeringer i udenlandske aktier. Dette skal sammenholdes med, at der i dag er fri mulighed for at oprette andelsklasser i investeringsselskaberne, hvilket medvirker til, at investorer med forskellige præferencer til fx udlokningsprofil kan deltage i de samme afdelinger, hvilket forstærker mulighederne for forøget volumen i investeringsselskabet.

11. Udfordringer med værdipapirfonde

11.1 Indledning

Dette kapitel behandler spørgsmålet om værdipapirfondes skattemæssige kvalifikation, og om værdipapirfonde kan blive skattemæssigt hjemmehørende i Danmark på baggrund af reglerne om ledelsens sæde.

Med virkning fra 1. juli 2012 er det blevet muligt at oprette værdipapirfonde i Danmark. Hensigten var at give de samme muligheder i Danmark som i andre lande for derved at øge konkurrencen.

I forbindelse med overvejelserne om lovgivning vedrørende værdipapirfonde har Skatteministeriet konkluderet, at værdipapirfonde ikke kan kvalificeres som selvstændige skattesubjekter, dvs. at de anses som såkaldt transparente enheder. Det betyder i praksis, at en person, der investerer i en værdipapirfond, skattemæssigt behandles på samme måde, som hvis personen havde investeret direkte i de papirer, som værdipapirfonden består af.

Denne vurdering er blevet kritiseret. Herudover er det blevet fremført, at hvis værdipapirfonde ikke skattemæssigt kvalificeres som selvstændige skattesubjekter, er værdipapirfonde ikke egnede til masseinvestering. Den skattemæssige behandling af værdipapirfonde kan dermed svække muligheden for at sælge produkterne til en større kreds af investorer. Kvalificeres værdipapirfonden som et selvstændigt skattesubjekt, vil værdipapirfondens investorer kunne blive behandlet ligesom investorerne i andre investeringsinstitutter og derved blive beskattet efter de regler, der gælder for investorer i investeringsinstitutter. På den baggrund er der fremsat ønske om, at værdipapirfonde kan anses som selvstændige skattesubjekter.

På baggrund af den fremsatte kritik har Skatteministeriet valgt at vurdere problemstillingen igen. Dette er bl.a. sket på baggrund af, at den selskabsretlige regulering ikke er entydig sammenholdt med den skatteretlige vurdering, der sædvanligvis foretages, når det skal vurderes, om der foreligger et selvstændigt skattesubjekt. Da der er tale om tids- og ressourcekrævende vurderinger, har Skatteministeriet bedt Kammeradvokaten om et notat om problemstillingen. Kammeradvokatens notat, der udgør bilag 1 til analysen, konkluderer – under nogen tvivl – at værdipapirfonde må anses for at udgøre selvstændige skattesubjekter. På basis af Kammeradvokatens notat har Skatteministeriet foretaget en fornyet vurdering. Skatteministeriets konklusion er, at værdipapirfonde, som omfattes af de danske selskabsretlige regler, må anses for at udgøre selvstændige skattesubjekter.

Der er ved Skatteministeriets vurdering lagt vægt på, at værdipapirfondene selskabsretligt må anses for at udgøre særskilte økonomiske enheder, hvis investorer kun hæfter med deres indskud. Hertil kommer, at værdipapirfondens formue er adskilt fra investeringsforvaltningsselskabets formue. Endvidere kan en værdipapirfond erhverve rettigheder og påtage sig forpligtelser, således at værdipapirfonden i en vis forstand må anses for at have en selvstændig retsevne.

Der er endvidere lagt vægt på de kriterier, der normalt tillægges vægt, når der skattemæssigt skal foretages en vurdering af, om en enhed udgør et selvstændigt skattesubjekt.

Uanset at værdipapirfonde som udgangspunkt anses for selvstændige skattesubjekter, er der blevet fremført ønske om, at der stadig bør være mulighed for at tilvælge en transparent beskattning, således at beskattningen sker, som om investorerne ejer værdipapirfondens værdipapirer direkte. Der er generelt ikke mulighed for, at selskaber frit kan vælge, om de vil være skattesubjekter eller ej.

Med implementeringen af UCITS IV-direktivet i lov om investeringsforeninger mv. blev det muligt for investeringsinstitutter at markedsføre sig på tværs af landegrænserne i EU/EØS på baggrund af et administrationspas udstedt til investeringsforvaltningsselskaberne. Det er blevet fremført, at værdipapirfonde ikke ønskes administreret af danske investeringsforvaltningsselskaber, hvis man derved bliver omfattet af dansk skattepligt. Reglerne om ledelsens sæde kan derfor medføre, at Danmark går glip af et marked for forvaltning af udenlandske værdipapirfonde. Det er Skatteministeriets vurdering, at en udenlandsk værdipapirfond, der administreres af et dansk investeringsforvaltningsselskab, vil have ledelsens sæde i Danmark og dermed blive anset for at være skattemæssigt hjemmehørende i Danmark. Dette skal ses i sammenhæng med, at en værdipapirfond ikke selv har ledelsesorganer, og at alle dispositioner derfor træffes af et investeringsforvaltningsselskab.

Hvis en dansk administreret værdipapirfond anses for hjemmehørende i Danmark, medfører det, at når værdipapirfonden udlodder udbytte til investorerne, så har Danmark beskattningsretten til dette udbytte. Værdipapirfonden vil dermed skulle indeholde kildeskat efter danske regler. Dette er blevet kritiseret, idet det er blevet anført, at skattepligten til Danmark vil afholde udenlandske investorer fra at foretage investering via værdipapirfonde, der administreres af danske investeringsforvaltningsselskaber.

En fritagelse fra bestemmelsen om ledelsens sæde vil reelt være udtryk for, at Danmark opgiver beskattningen af udbytte fra danske investeringsinstitutter til udenlandske investorer. Dette forslag er behandlet nærmere i kapitel 9.

11.2 Problemstillinger

Med virkning fra 1. juli 2012 blev det muligt bl.a. at oprette værdipapirfonde efter dansk lovgivning. Muligheden blev etableret via ændringer af loven om investeringsforeninger. Baggrunden for lovændringen var, at der tidligere var sket en liberalisering af EU-reglerne for investeringsinstitutter, der giver mulighed for, at investeringsinstitutter kan administreres grænseoverskridende. Dvs. at EU-reglerne giver mulighed for, at danske investeringsforvaltningsselskaber kan administrere udenlandske investeringsinstitutter, ligesom udenlandske investeringsforvaltningsselskaber kan administrere danske investeringsinstitutter. Udover at investeringsinstitutter kan sælge deres produkter på tværs af grænserne, giver de nye regler således mulighed for, at et investeringsforvaltningsselskab kan administrere en lang række investeringsinstitutter i flere lande.

I Danmark havde det tidligere kun været muligt at etablere investeringsinstitutter i form af foreninger. Investeringsinstitutter i foreningsform kendes dog ikke i mange andre lande. Værdipapirfonden er derimod internationalt kendt og anvendt som en kollektiv investeringsordning i en række lande. På den baggrund havde den danske investeringsforvaltningsbranche fremsat ønske om at kunne etablere kollektiv investering i andet end foreningsformen.

Lovændringen, som gav mulighed for at oprette værdipapirfonde i Danmark, havde til formål at øge konkurrencen til gavn for danske investorer og for investeringsforvaltningsbranchen.

Lovgivningen blev udarbejdet på basis af en rapport fra en arbejdsgruppen nedsat af Finanstilsynet fra maj 2011 om fordele og ulemper ved at indføre alternativer til foreningsstrukturen på UCITS-området. Arbejdsgruppen stod dog ikke for udarbejdelsen af selve lovforslaget.

Værdipapirfonde er selskabsretligt anderledes opbygget end foreninger og selskaber, idet de ikke har selskabsretlige organer, *jf. også kapitel 3*. I forbindelse med udarbejdelsen af arbejdsgruppens rapport konkluderede Skatteministeriet, at danske værdipapirfonde ikke kunne anses for et selvstændigt skattesubjekt. Der blev i den forbindelse overordnet lagt vægt på, at værdipapirfonden selskabsretligt blev anset for en transparent enhed, at en værdipapirfond ikke er en selvstændig juridisk person, at fonden ikke kan påtage sig forpligtelser af nogen art, og at den ikke har en selvstændig retsevne. Der blev endvidere lagt vægt på, at værdipapirfondens aktiver ejes kollektivt af investorerne, og at investorernes kreditorer ikke kan gøre udlæg i selve værdipapirfondens aktiver, men i investorernes andele.

Det fremgår også af lovforslaget, hvor værdipapirfondene blev indført i dansk ret, at fondene er særskilte økonomiske enheder, men at de ikke er juridiske enheder. Formuen ejes af investorerne kollektivt. Investorerne hæfter dog alene med den eller de andele, som investor ejer af den relevante afdelings aktiver.

I forbindelse med ændringerne i lov om investeringsforeninger, der gav mulighed for at oprette værdipapirfonde i Danmark, blev der indført en række ændringer i skattelovgivningen, idet der bl.a. blev indført pligt for værdipapirfondes administrationselskaber til at indberette oplysninger om de enkelte deltageres andele af værdipapirfondens aktiver og afkast. Denne ændring er baseret på, at værdipapirfonden ikke anses for et selvstændigt skattesubjekt, og at investorerne skal beskattes, som om de hver især ejede en andel af værdipapirfondens aktiver direkte – dvs. en transparent beskatning.

Af Den juridiske vejledning fremgår det også, at værdipapirfonde ikke kan anses for selvstændige skattesubjekter.

I det følgende redegøres der indledningsvist for de kritikpunkter, der er fremført i relation til den skattemæssige behandling af værdipapirfonde. Herefter kommenteres en model for ændring af reglerne.

11.2.1 Den skattemæssige kvalifikation af værdipapirfonde

Det er blevet kritiseret, at værdipapirfonde ikke kan anses for selvstændige skattesubjekter. Der er i den forbindelse henvist til, at en transparent beskatning forhindrer, at værdipapirfonde kan anvendes som basis for masseinvestering. Det er endvidere blevet kritiseret, at der ikke er valgfrihed mellem, om en værdipapirfond kan anses som et selvstændigt skattesubjekt, eller om den kan anses som transparent.

Spørgsmålet om værdipapirfonde er selvstændige skattesubjekter.

Hvis en værdipapirfond ikke udgør et selvstændigt skattesubjekt, vil der være tale om en transparent beskatning af investorerne. Hvis den skattetransparente værdipapirfond eksempelvis sælger en aktie med en avance, vil investorens forholdsmæssige andel af avancen blive beskattet efter reglerne i aktieavancebeskatningsloven. På samme måde opgøres en kursgevinst efter kursgevinstloven for investor, hvis den skattetransparente værdipapirfond får en kursgevinst på en obligation.

Da investorerne anses for at eje en forholdsmæssig andel af de underliggende værdipapirer, medfører dette eksempelvis også, at investorerne hver gang har erhvervet en ideel andel af de underliggende værdipapirer, når en investor træder ud af værdipapirfonden. Hvis en ny investor indtræder, anses de andre investorer for at have afstået en forholdsmæssig del af de underliggende værdipapirer til den nye investor. Dette udløser avancebeskatning af de hidtidige investorer i fonden.

Ved udlodning af udbytte fra et dansk selskab til en skattetransparent værdipapirfond, vil det være de enkelte investorer, der anses for at modtage udbyttet. Dette betyder, at der skal indeholdes kildeskat i forhold til de enkelte deltagere i værdipapirfonden. Det selskab, der investeres i, skal dermed vide, hvem der har investeret i værdipapirfonden.

Afhængigt af, hvorledes udlandet skattemæssigt behandler værdipapirfonden, vil den enkelte investor i fonden have mulighed for at tilbagesøge indeholdte udenlandske kildeskatter på hver enkelt værdipapir, som den transparente værdipapirfond ejer. Det kræver dog, at den enkelte investor ved, hvad der er indeholdt af udenlandsk udbytteskat.

Der er således tale om en række komplicerede opgørelser, når der er mange investorer i en værdipapirfond, som er skattetransparent. Det må derfor anses for særdeles kompliceret at anvende transparente enheder til masseinvestering.

I forhold til kritikken af, at værdipapirfonden hidtil ikke er anset for at udgøre selvstændige skattesubjekter, bemærkes det, at den hidtidige fortolkning af værdipapirfondes skattesubjektivitet som ovenfor beskrevet tager sit udgangspunkt i Finanstilsynets rapport fra maj 2011 om fordele og ulemper ved at indføre alternativer til foreningsstrukturen på UCITS-området, hvor Skatteministeriet

konkluderede, at værdipapirfonden ikke kan anses som selvstændige skattesubjekter, bl.a. fordi de ikke har selvstændig retsevne.

På baggrund af den kritik, der er anført af branchen, har Skatteministeriet valgt at foretage en fornyet vurdering af problemstillingen. Der er bl.a. i denne forbindelse lagt vægt på, at den selskabsretlige regulering ikke er entydig. En række af de vurderinger, der normalt skattemæssigt foretages for at vurdere, om en enhed er et selvstændigt skattesubjekt, peger således i retning af, at værdipapirfonde opfylder en række af de kriterier, der indikerer, at der er tale om selvstændige skattesubjekter. Det gælder fx det forhold, at investorerne ikke hæfter personligt, og at indtræden og udtræden kan ske meget nemt uden hel eller delvis opløsning af fonden.

Da der er tale om en kompliceret juridisk vurdering, som i sig selv er tids- og ressourcekrævende, har Skatteministeriet bedt Kammeradvokaten om en vurdering. Kammeradvokatens notat af 5. februar 2015 om den skattemæssige behandling af værdipapirfonden vedlægges som bilag 1 til analysen.

Kammeradvokaten kommer frem til, at det på baggrund af en analyse af værdipapirfondes rets- og skattesubjektivitet formentlig kan konkluderes, at værdipapirfonde udgør selvstændige skattesubjekter. Kammeradvokaten henviser til, at konklusionen underbygges dels af, at der er en række karakteristika ved værdipapirfonde, der taler for civilretligt at kvalificere en værdifond som en (relations- og situationsbestemt) selvstændig juridisk enhed, dels af bestemmelsen i aktieavancebeskatningsloven vedrørende investeringselskaber, hvor der bl.a. tages udgangspunkt i, at UCITS må anses for investeringselskaber. Konklusionen er behæftet med en vis usikkerhed. Kammeradvokaten henviser i den forbindelse til, at skattekontrollovens bestemmelse om indberetningspligt vedrørende værdipapirfonde forudsætter, at værdipapirfonden er transparent. Kammeradvokaten henviser herudover til, at det fremgår af Den juridiske vejledning, at værdipapirfonden er skattemæssigt transparent.

På basis af Kammeradvokatens notat har Skatteministeriet foretaget en fornyet vurdering af problemstillingen. Resultatet af denne fornyede vurdering er, at Skatteministeriet er af den opfattelse, at værdipapirfonde må anses for at udgøre selvstændige skattesubjekter.

Ved vurderingen lægger Skatteministeriet bl.a. vægt på, at det på grundlag af en gennemgang af lovgivningen vedrørende værdipapirfonde må konkluderes, at det ikke er utvivlsomt, at en værdipapirfond ud fra en generel civilretlig anskuelse ikke kan defineres som et selvstændigt, juridisk retssubjekt – en "juridisk enhed". Som det bl.a. fremgår af Kammeradvokatens notat, må værdipapirfonden anses for at have sin egen "skal". Herudover må det antages, at værdipapirfonde er særskilte økonomiske enheder og selvstændige regnskabsmæssige enheder – dvs. at en værdipapirfond har sin egen formuesfære. Det fremgår endvidere, at værdipapirfondens "kasse" er adskilt fra investorerne, der kun hæfter med deres indskud, ligesom værdipapirfondens midler klart er adskilt fra investeringsforvaltningsselskabet. Dette taler for at anse værdipapirfonden for et selvstændigt skattesubjekt.

Det fremgår desuden, at en værdipapirfond kan erhverve rettigheder og pådrages forpligtelser fx som aftalepart i retshandler. Uanset at dispositionsforpligtelserne konkret påhviler forvaltningsselskabet, er det værdipapirfonden, der juridisk hæfter for forpligtelserne. Dvs. at værdipapirfonden i

en vis forstand må siges at have en selvstændig retsevne – modsat det, som ellers blev lagt til grund ved Skatteministeriets oprindelige vurdering.

I forhold til de skatteretlige regler fastslår selskabsskatteloven⁵⁹, at der er skattepligt for selskaber, i hvilke ingen af deltagerne hæfter personligt for selskabets forpligtelser, og som fordeler overskuddet i forhold til deltagerne i selskabets indskudte kapital og registrerede selskaber med begrænset ansvar⁶⁰. Værdipapirfonde opfylder herved de umiddelbare betingelser om begrænset hæftelse og fordeling af overskud.

I Den juridiske vejledning⁶¹ er der oplyst en række yderligere forhold, som kan indgå i betragtningen, når det skal vurderes, om en værdipapirfond er omfattet af selskabsskatteloven. Listen er ikke udtømmende, og der skal foretages en samlet konkret vurdering af alle forhold. Foretages en sådan vurdering, må det overordnet set fastslås, at en værdipapirfond opfylder hovedparten af de kriterier, som Den juridiske vejledning lægger vægt på.

På basis af den fornyede vurdering af dels lovgivningen vedrørende værdipapirfonde og de generelle skatteretlige kriterier for, hvornår der foreligger et selvstændigt skattesubjekt, er det Skatteministeriets opfattelse, at værdipapirfonde må anses for at udgøre selvstændige skattesubjekter. Det er herefter Skatteministeriets opfattelse, at praksis for vurdering af værdipapirfondes status bør ændres, således at de fremover må anses for at udgøre selvstændige skattesubjekter. I forhold til udenlandske værdipapirfonde vil der dog skulle foretages en konkret vurdering baseret på den specifikke selskabsretlige konstruktion, da den ikke nødvendigvis svarer til den danske.

På den baggrund er det Skatteministeriets opfattelse, at Den juridiske vejledning bør justeres. Tilsvarende bør skattekontrolloven i konsekvens heraf ændres, således at indberetningspligten modificeres.

Da en værdipapirfond er et investeringsinstitut i henhold til UCITS-direktivet, er det desuden konklusionen, at værdipapirfonden kan kvalificeres som et investeringsselskab⁶². Herudover vil værdipapirfonde kunne vælge at blive omfattet af reglerne om minimumsbeskattede investeringsinstitutter. Det skyldes, at værdipapirfonde er investeringsinstitutter, og at de kan opfylde de krav, der fremgår af ordlyden af de bestemmelser⁶³, som afgrænser minimumsbeskattede investeringsinstitutter.

Spørgsmålet om der bør være adgang til at vælge transparent beskatning.

I nogle situationer vil det være hensigtsmæssigt, hvis investeringen anses for transparent. Dette vil være tilfældet, hvis der er få investorer, hvor det er muligt at foretage opgørelsen ved en transparent beskatning. Den transparente beskatning giver i disse situationer mulighed for, at investor direkte selv kan opnå lempelse for evt. for meget betalt skat i udlandet. Hvis der er tale om en skattefri

⁵⁹ Jf. selskabsskattelovens § 1, stk. 1, nr. 2

⁶⁰ Selskaber omfattet af § 2 C er også omfattet af bestemmelsen

⁶¹ (version 2015 -1) pkt. C.D.1.1.3

⁶² Jf. Aktieavancebeskatningslovens § 19, stk. 2

⁶³ Jf. Ligningslovens § 16 C

pensionskasse vil en transparent beskatning i denne situation også give mulighed for, at beskatning helt kan undgås.

Hvis værdipapirfonden som udgangspunkt anses for selvstændige skattesubjekter, har branchen derfor fremsat ønske om, at der gives mulighed for at kunne vælge en transparent beskatning, hvis der er ønsker herom.

Som gennemgået i afsnit 6.2.1 vil visse investeringsforeninger som udgangspunkt ikke udgøre selvstændige skattesubjekter, uanset at der isoleret set er tale om et investeringsinstitut med minimumsbeskatning eller en kontoførende investeringsforening. Der er således mulighed for, at visse investeringsforeninger konkret kan indrette sig således, at de ikke anses for selvstændige skattesubjekter, således at de opnår en transparent beskatning af investorerne. Det gælder for bevisudstedende investeringsforeninger eller kontoførende investeringsforeninger med færre end otte medlemmer, hvor der ikke sker en effektiv markedsføring over for offentligheden for at bringe medlemstallet op. Investeringsforeningens vedtægter må heller ikke indeholde et krav om, at investeringsbeviserne skal lyde på navn, eller at der kun kan optages medlemmer, der er selskaber, og hvor ingen af deltagerne i selskaberne beskattes direkte af gevinst på investeringsbeviset og af indkomst fra investeringsforeningen efter reglerne for fysiske personer. Bevisudstedende investeringsinstitutter med minimumsbeskatning må ikke kunne optages som medlemmer.

I disse situationer kan de pågældende investeringsinstitutter ikke anerkendes skattemæssigt, og investorerne vil derfor blive anset for at eje en andel af de underliggende værdipapirer direkte. Via disse regler har visse investeringsforeninger således mulighed for at indrette sig, således at de ikke anses for at udgøre et selvstændigt skattesubjekt.

Bestemmelserne vedrører dog bevisudstedende investeringsforeninger og kontoførende investeringsforeninger dvs. kun investeringsinstitutter, der er organiserede som foreninger. Dette skyldes, at udgangspunktet i skattereglerne er, at foreninger med meget få medlemmer ikke kan anses som selvstændige skattesubjekter. Det er således ikke muligt for meget få personer at oprette en forening for derved at opnå, at de ikke beskattes af erhvervet indkomst. Bestemmelserne er således oprindeligt begrundet i, at udgangspunktet for disse foreninger er, at de bør være transparente. I forhold til visse investeringsinstitutter er det dog under nogle betingelser accepteret, at fåmandsforeninger anses som selvstændige skattesubjekter.

Værdipapirfonde er ikke foreninger, og da de som ovenfor nævnt må anses for at udgøre selvstændige skattesubjekter, vil værdipapirfonde være at sammenligne med aktieselskaber med få aktionærer. For selskaber med få aktionærer er der ikke mulighed for at vælge transparent beskatning.

Det skal i denne forbindelse bemærkes, at regler der giver mulighed for, at selskaber kan vælge mellem transparent eller ikke-transparent beskatning i nogle sammenhænge kan bruges til at etablere grænseoverskridende strukturer, hvor det skattemæssigt udnyttes, at selskabet ikke kvalificeres ens i de to lande. Man taler om, at der via et sådant mismatch kan skabes mulighed for, at der kan opnås skattemæssige fordele. Internationalt arbejder Danmark for at undgå sådanne mismatch-problemer, og Danmark har indført en række værnsregler for at forhindre udnyttelse af mismatch.

11.2.2 Ledelsens sæde

UCITS investeringsinstitutter kan på baggrund af et administrationspas udstedt til investeringsforvaltningsselskaberne markedsføres på tværs af landegrænserne i EU/EØS. Det betyder eksempelvis, at et dansk investeringsforvaltningsselskab, der er under tilsyn af Finanstilsynet, kan administrere et svensk investeringsinstitut, der alene markedsføres over for svenske investorer og er under tilsyn af det svenske finanstilsyn (Finansinspektionen). Dette rejser spørgsmålet om hvorvidt en udenlandsk registreret værdipapirfond, der administreres af et dansk investeringsforvaltningsselskab, vil blive skattepligtigt til Danmark efter kriteriet om ledelsens sæde i selskabsskatteloven.

Spørgsmålet om ledelsens sæde er kun relevant i de tilfælde, hvor der er tale om en enhed, der udgør et selvstændigt skattesubjekt. Som beskrevet i afsnit 10.1.1 har Skatteministeriet foretaget en fornyet vurdering af denne problemstilling og konkluderet, at værdipapirfonden kan anses for at udgøre et selvstændigt skattesubjekt.

Er værdipapirfonden omfattet af bestemmelsen om ledelsens sæde, må værdipapirfonden anses for hjemmehørende og dermed skattepligtig til Danmark. Skattepligten til Danmark betyder, at der for investorerne vil være skattepligt af udbytte fra værdipapirfonden. Værdipapirfonden skal derfor indeholde kildeskat, når den udlodder udbytte til investor. Dette uanset om investor er hjemmehørende i Danmark eller i udlandet, og om værdipapirfonden investerer i danske eller udenlandske aktier.

Det er blevet anført, at skattepligt i medfør af ledelsens sæde vil afholde udenlandske investorer fra at investere i dansk administrerede værdipapirfonde, fordi investorerne ikke ønsker, at der er en risiko for dobbeltbeskatning.

Afgørelsen af om et selskab har ledelsens sæde, og derfor om selskabet er hjemmehørende i Danmark, beror på en konkret vurdering af de faktiske forhold i forbindelse med beslutningstagen i selskabet.

Da der er tale om en kompliceret juridisk vurdering, som i sig selv er tids- og ressourcekrævende, har Skatteministeriet bedt Kammeradvokaten om en vurdering også af spørgsmålet om værdipapirfonde, der administreres af et dansk investeringsforvaltningsselskab, vil være skattepligtige til Danmark. Der kan henvises til Kammeradvokatens notat af 5. februar 2015 om den skattemæssige behandling af værdipapirfonde, der er vedlagt som bilag 1 til analysen.

På basis af Kammeradvokatens notat er det Skatteministeriets opfattelse, at udenlandske værdipapirfonde, der administreres af et dansk investeringsforvaltningsselskab, må anses for hjemmehørende i Danmark og dermed skattepligtige til Danmark. Af forarbejderne til selskabsskatteloven fremgår blandt andet, at der ved denne vurdering først og fremmest lægges vægt på beslutninger forbundet med den daglige ledelse af selskabet. Selskabet vil derfor ofte blive anset for hjemmehørende i Danmark, når direktionen har sæde, eller hovedsædet er beliggende her i landet. I det omfang bestyrelsen forestår den reelle ledelse af selskabet, vil stedet for bestyrelsens sæde være af væsentlig betydning for vurderingen af, om selskabet er hjemmehørende i Danmark⁶⁴.

⁶⁴ Jf. lov nr. 312 af 17. maj 1995 – FT 1994/95, tillæg A, side 396.

En værdipapirfond har ikke selv ledelsesorganer, og alle dispositioner træffes af investeringsforvaltningsselskabet eller af administrationselskabet. Det er på den baggrund vurderingen, at det må lægges til grund, at en udenlandsk værdipapirfond med de samme karakteristika, der er administreret af et dansk investeringsforvaltningsselskab, må anses for at være hjemmehørende i Danmark. Det forudsættes i den forbindelse, at investeringsforvaltningsselskabets udøvelse af ledelsen for værdipapirfonden rent faktisk foregår i Danmark.

Skatteministeriet finder således, at en værdipapirfond, der er underlagt en regulatorisk ramme, som modsvarer de krav, der stilles i Danmark, og som administreres af et dansk investeringsforvaltningsselskab, vil være fuldt skattepligtig til Danmark i medfør af bestemmelsen om ledelsens sæde.

11.2.3 Beskatningen af udbytte fra værdipapirfonde

Som det fremgår ovenfor, er det Skatteministeriets opfattelse, at en værdipapirfond udgør et selvstændigt skattesubjekt.

Administreres en udenlandsk værdipapirfond af et dansk investeringsforvaltningsselskab, er det endvidere Skatteministeriets opfattelse, at værdipapirfonden må anses for at være skattemæssigt hjemmehørende i Danmark, idet værdipapirfonden må anses for at have ledelsens sæde i Danmark. Disse konklusioner betyder, at de pågældende værdipapirfonde anses for fuldt skattepligtige til Danmark. Dette vil gælde, uanset om værdipapirfonden formelt er registreret i Danmark eller udlandet, om den investerer i danske eller udenlandske aktier, og om værdipapirfondens investorer er danske eller udenlandske.

Hvis værdipapirfonden opfylder betingelserne for at blive anset for et minimumsbeskattet investeringsinstitut, vil værdipapirfonden konkret ikke betale skat til Danmark. Da der vil være tale om et dansk minimumsbeskattet investeringsinstitut, må det endvidere antages, at værdipapirfonden vil kunne opnå det såkaldte frikort, således at der ikke skal indeholdes udbytteskat ved udlodning fra et dansk selskab til værdipapirfonden.

Hvis værdipapirfonden opfylder betingelserne for at blive anset for et investeringsselskab, vil værdipapirfonden være skattefri. Dog vil der være skattepligt til Danmark af udbytter modtaget fra danske selskaber.

Herudover betyder skattepligten, at udbytte udloddet fra værdipapirfonden vil være skattepligtigt til Danmark for modtageren af udbyttet. Udbytte udloddet fra en værdipapirfond er således begrænset skattepligtigt for udenlandske personer og selskaber, på samme måde som hvis udlodningen var foretaget af et andet dansk selskab. Værdipapirfonden skal derfor indeholde dansk kildeskat, når der udloddes udbytte til investor. Dette uanset om værdipapirfonden investerer i danske eller udenlandske aktier, eller om der er tale om danske eller udenlandske investorer.

Det er i den forbindelse blevet anført, at skattepligt i medfør af ledelsens sæde vil afholde udenlandske investorer fra at investere i dansk administrerede værdipapirfonde, fordi investorerne ikke ønsker, at der er en risiko for beskatning i Danmark.

Som beskrevet i kapitel 8 vil den danske beskatning have betydning for udenlandske investorer, der ikke er skattepligtige af udbytterne i deres hjemland eller beskattes med en lavere sats end den danske kildeskat. Det kan fx være tilfældet, hvis der er tale om en skattefri pensionskasse, eller hvis

investor er hjemmehørende i et lavskatteland, hvor der evt. slet ikke betales skat af udbyttet. Hvis udbyttedtager ikke er skattepligtig i hjemlandet, vil den danske beskatning ikke kunne modregnes i lokale skatter.

I de situationer, hvor den udenlandske investor er skattepligtig af udbytte i sit hjemland, vil der som udgangspunkt ikke være en hårdere beskatning af den udenlandske investor ved at investere via et dansk investeringsinstitut, herunder en dansk beskattet værdipapirfond.

Der vil imidlertid kunne opstå situationer, hvor en dobbeltbeskatningsoverenskomst ikke kan fordele beskatningsretten. Dette kan skyldes, at den skattemæssige behandling af selskaberne er forskellig i de pågældende lande.

I praksis vil den skattemæssige behandling af værdipapirfonde kunne variere fra land til land. Selvom Danmark kvalificerer en værdipapirfond som et selvstændigt skattesubjekt, er det således ikke ensbetydende med, at værdipapirfonden også kvalificeres som et selvstændigt skattesubjekt i det land, hvori investor er hjemmehørende og heller ikke nødvendigvis i det land, hvori værdipapirfonden investerer. En række lande kvalificerer værdipapirfonde som transparente enheder, der ikke har skattesubjektivitet.

Dette kan være medvirkende til, at andre lande ikke anerkender, at en dobbeltbeskatningsoverenskomst vil kunne anvendes. Dobbeltbeskatningsoverenskomsten vil dermed heller ikke kunne fordele beskatningsretten mellem kildeland og domicilland. Der vil derfor kunne opstå situationer, hvor der er risiko for, at investorer dobbeltbeskattes økonomisk, når de modtager udbytte. Dette vil dog ikke være anderledes end med en række andre former for selskaber. Fx anses kommanditselskaber som udgangspunkt ikke for selvstændige skattesubjekter i Danmark, mens en række andre lande beskatter kommanditselskaber. Kvalifikationsproblemerne vil heller ikke nødvendigvis være udtryk for en hårdere beskatning af investor.

11.3 Modeller for justering af de gældende regler

Særregel om ledelsens sæde

På baggrund af usikkerheden om, hvordan investor beskattes af udbytte fra værdipapirfonden herunder risikoen for dobbeltbeskatning, har branchen fremført et ønske om, at værdipapirfonde, der er registreret i udlandet, undtages fra dansk beskatning, selvom de måtte have ledelsens sæde her i landet, fordi de administreres af et dansk investeringsforvaltningsselskab. Branchen har således fremført, at Danmark går glip af et marked for kapitalforvaltning, hvis ikke man sikrer, at værdipapirfonde ikke anses for at være skattepligtige i Danmark.

I forhold til udbytte, der udloddes fra værdipapirfonden, vil værdipapirfonden ikke være forpligtet til at indeholde dansk kildeskat af udbyttet, hvis der indføres en særregel, som fritager værdipapirfonde fra dansk beskatning. Hvis investor er skattepligtig i Danmark, vil investor dog være skattepligtig til Danmark af det modtagne udbytte. I forhold til danske investorer vil en særregel derfor betyde, at der ikke vil blive indeholdt en kildeskat, men at beskatningen afhænger af, at investor selvangiver udbyttet. Udenlandske investeringsinstitutter er heller ikke forpligtet til at indberette udbyttet til Danmark. I forhold til danske investorer kan der derfor være en risiko for, at noget udbytte ikke bliver beskattet, da der ikke selvangives korrekt.

Hvis investor er udenlandsk, vil en særregel derimod betyde, at Danmark vil opgive beskattningsretten til udbytte udloddet fra værdipapirfonden. En særregel vil derfor i forhold til dansk beskattning være ensbetydende med, at Danmark opgiver beskattningsretten til udbytte fra værdipapirfonde til udenlandske investorer.

En evt. særregel, der isoleret gælder værdipapirfonde, der administreres af danske administrationselskaber, vil betyde, at der vil være mulighed for, at udenlandske investorer, der investerer i et dansk investeringsinstitut, vil kunne undgå beskattning af udbytte fra investeringsinstituttet. Hvis dette er i modsætning til investering via andre danske investeringsinstitutter, hvor der vil være begrænset skattepligt af udbyttet, vil det skabe et incitament til, at andre danske investeringsinstitutter omdanner sig til udenlandsk registrerede værdipapirfonde, der administreres af danske administrationselskaber. For danske investorer vil dette være uden betydning for den endelige beskattning, *jf. ovenfor*, mens det for udenlandske investorer vil indebære, at der undgås dansk beskattning af udbyttet fra værdipapirfonde.

En særregel, som undtager dansk administrerede værdipapirfonde fra dansk beskattning, vil således betyde, at Danmark generelt vil have opgivet beskattningsretten til udbytte fra danske investeringsinstitutter til udenlandske investorer. Der vil således reelt være tale om samme forslag, som gennemgås som model 2 i kapitel 9. Der kan derfor i det hele henvises til vurderingen af model 2 i kapitel 9.

Skatteministeriet/Ministry of Taxation
Nicolai Eigtveds Gade 28
DK 1402 – København K

Telefon +45 3392 3392
Mail skm@skm.dk

www.skm.dk

Skatteministeriet udgiver løbende rapporter, som behandler større skatteøkonomiske temaer. Rapport-formatet har til formål at belyse større temaer, som kræver en grundig behandling med flere kapitler, underanalyser og delkonklusioner.

Rapporter henvender sig eksempelvis til journalister, undervisere, interesseorganisationer og andre med interesse for skattepolitik og skatteøkonomiske forhold.

