

Tre problemer i en økonomi med fradragsret for pensionsopsparing samt realrenteafgift på pensionsafkast

Michael Møller og Niels Chr. Nielsen
Institut for Finansiering, Handelshøjskolen i København

SUMMARY: Pension savings based on tax deductible contributions change supply and demand in the capital market in the direction of a before-tax capital market. The supply of bonds is increased comparatively to the supply of shares and risk premium is reduced. The access to financing for smaller companies and new ventures is influenced negatively. Finally, some of the implications of the special Danish tax on returns on pension savings (realrenteafgiften) are analysed in the context of a before-tax capital market.

1. Indledning

Det danske pensionsopsparingsystem er bl.a. karakteriseret ved

- fradragsret for indbetalinger til pensionsformål
- realrenteafgiftsfritagelse for afkast af aktieinvesteringer.

Formålet med denne artikel er at påpege og diskutere tre centrale problemstillinger i forbindelse med indretningen af det danske pensionsopsparingsystem. Der lægges i analysen vægt på, at man når til meget forskellige konklusioner afhængig af, om man opererer i et åbent eller i et lukket samfund. Artiklen påpeger problemområderne og skitserer effekterne af det valgte system under forskellige forudsætninger om internationalisering med videre, men prætenderer ikke at give en udtømmende behandling. Formålet er først og fremmest at give en redegørelse for problemernes art.

De tre problemer er:

- Fradragsretten for pensionsindbetalinger fører ikke alene til en regnskabsmæssig forøgelse af statens gæld, men også til en *relativ forskydning* i udbudssammensætningen af værdipapirer og påvirker dermed prisdannelsen på de finansielle markeder.
- Fradragsretten for pensionsindbetalinger fører til, at pensionsopsparingens *relative betydning* på aktieinvesteringsområdet forøges. I det omfang, pensionsopsparingen har en bias i retning af at blive investeret i forholdsvis store virksomheder på grund af monitoreringsproblemer og regulering, vil det blive relativt vanskeligere for de mindre virksomheder at få tilført kapital.

Tre problemer i en økonomi med fradragsret for pensionsopsparing samt realrenteafgift på pensionsafkast

Michael Møller og Niels Chr. Nielsen
Institut for Finansiering, Handelshøjskolen i København

SUMMARY: Pension savings based on tax deductible contributions change supply and demand in the capital market in the direction of a before-tax capital market. The supply of bonds is increased comparatively to the supply of shares and risk premium is reduced. The access to financing for smaller companies and new ventures is influenced negatively. Finally, some of the implications of the special Danish tax on returns on pension savings (realrenteafgiften) are analysed in the context of a before-tax capital market.

1. Indledning

Det danske pensionsopsparingsystem er bl.a. karakteriseret ved

- fradragsret for indbetalinger til pensionsformål
- realrenteafgiftsfritagelse for afkast af aktieinvesteringer.

Formålet med denne artikel er at påpege og diskutere tre centrale problemstillinger i forbindelse med indretningen af det danske pensionsopsparingsystem. Der lægges i analysen vægt på, at man når til meget forskellige konklusioner afhængig af, om man opererer i et åbent eller i et lukket samfund. Artiklen påpeger problemområderne og skitserer effekterne af det valgte system under forskellige forudsætninger om internationalisering med videre, men prætenderer ikke at give en udtømmende behandling. Formålet er først og fremmest at give en redegørelse for problemernes art.

De tre problemer er:

- Fradragsretten for pensionsindbetalinger fører ikke alene til en regnskabsmæssig forøgelse af statens gæld, men også til en *relativ forskydning* i udbudssammensætningen af værdipapirer og påvirker dermed prisdannelsen på de finansielle markeder.
- Fradragsretten for pensionsindbetalinger fører til, at pensionsopsparingens *relative betydning* på aktieinvesteringsområdet forøges. I det omfang, pensionsopsparingen har en bias i retning af at blive investeret i forholdsvis store virksomheder på grund af monitoreringsproblemer og regulering, vil det blive relativt vanskeligere for de mindre virksomheder at få tilført kapital.

– Realrenteafgiften svarer nogenlunde til selskabsskattesatsen. Virkningen af realrenteafgiftsfritagelse for aktier er meget forskellig afhængig af, om der er få eller mange aktieinvesteringer over grænsen. I et samfund, hvor der er få internationale aktieinvesteringer er virkningen af realrenteafgiftsfritagelsen for aktier øget skattemæssig neutralitet, en øget efterspørgsel efter indenlandske aktier og dermed et fald i risiko-præmierne.

I et samfund, der er meget åbent med hensyn til internationale aktieinvesteringer, vil virkningen af realrenteafgiftsfritagelse for aktier først og fremmest være et skatteprovenutab ved øget substitution af aktier for obligationer. Pensionskasserne vil have samfundsmæssigt optimal trade-off mellem risiko og afkast, hvis aktier internationalt prisfastsættes på basis af før-skat afkastet, og det er muligt at skabe en nul-beta portefølje baseret på aktieinvesteringer. Det danske samfund har siden introduktionen af realrenteafgiften bevæget sig i retning af stadig stigende internationalisering på aktieinvesteringsområdet for så vidt angår pensionskasser.

2. Kapitalmarkedsimplikationer af fradragsret

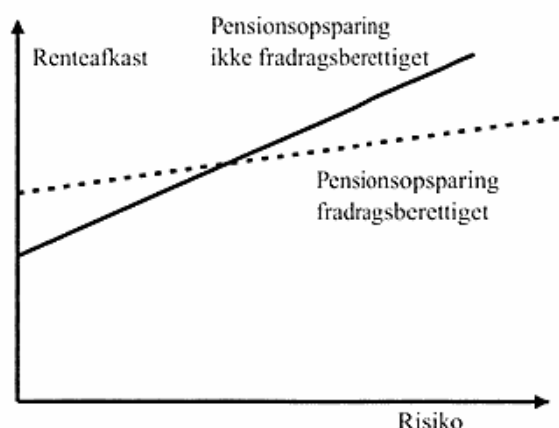
Hvis der er fradragsret for indbetalinger til pensionsordninger, bliver den akkumulerede pensionsopsparing en »før-skat-opsparing«. Dette har umiddelbare konsekvenser for underskuddet på de offentlige budgetter og størrelsen af den offentlige sektors gæld.

Tror man på Ricardo's ekvivalensteorem og Barro's udlægning heraf, er statens underskud og gæld ligegyldig, idet den private sektor tager størrelsen af statens underskud og gæld med i sine opsparingsovervejelser. Dette synspunkt er dog ikke udbredt blandt økonomer og har specielt ikke mange tilhængere blandt praktikere i centraladministrationen.

Det har ført til en voksende interesse for at korrigere statsgæld og statsunderskud for størrelsen af statens »tilgodehavende« i form af udskudt skat på pensionsformulerne. For en nøjere diskussion heraf, se dels Nationaløkonomisk Tidsskrift 1993, nr. 1: »Pensionsopsparing og Statsgæld«, dels Finansredegørelse 1993, hvor der foretages en ganske dybtgående analyse af spørgsmålet.

Man kunne nu tro, at såfremt staten indretter sin politik således, at statens tilgodehavender i form af udskudt skat i pensionskasserne modsvares af en tilsvarende større statsgæld, så er de kapitalmarkeds-mæssige implikationer neutrale, således at det er ligegyldigt, om pensionskassesystemet er et »før-skat« eller et »efter-skat«-system. Det aggregerede værdipapirudbud og den aggregerede værdipapirefterspørgsel øges med samme beløb.

Kapitalmarkedsneutralitet kræver imidlertid ikke alene den samme forøgelse af udbud og efterspørgsel, men også den samme *sammensætning* af udbuds- og efterspørgselsforøgelsen. Og det sidste er ikke sandsynligt.



Figur 1.

Staten vil kompensere for de manglende skatteindtægter ved at øge statsgælden, d.v.s. ved at optage lån.

For pensionsopparernes vedkommende er det sandsynligt, at de ved samme relativpriser (forventet afkast af obligationer ctr. aktier) vil ønske at holde den samme relative fordeling af deres opsparing på obligationer og aktier. Det vil være resultatet, hvis de blot går ud fra, at en vis andel af pensionsformuen tilhører staten.

D.v.s. mens efterspørgslens relative sammensætning på aktier og obligationer vil være uændret, vil udbuddet af værdipapirer ændres i retning af en større obligationsandel, hvis pensionsopsparing er fradragsberettiget.

Denne forskydning må give sig udslag i prisdannelsen på aktier i forhold til obligationer. Er der tale om en lukket økonomi, må det antages, at renteniveauet vil stige, medens risikopræmien vil falde, når der er fradragsret, jf. den skitserede sammenhæng i figur 1.¹

I et lille åbent land, der går fra ikke at have fradragsret til at have fradragsret, er det mere usikkert, hvad der sker med prisdannelsen på kapital. Et tænkeligt scenario er, at renteniveauet er låst fast af et fasttømret valutasamarbejde, men at den større knaphed på aktier medfører et fald i risikopræmien. Det forudsætter, at landets pensionskasser har en tendens til at overinvestere i landets egne aktier og ikke blot køber verdensmarkedsporteføljen, hvilket synes i god overensstemmelse med f.eks. danske erfaringer.

Vi må således konkludere, at den måde pensionssystemet indrettes på – om pensionsopsparing er fradragsberettiget eller ej – påvirker ikke alene statsfinansernes ud-

1. Det modsvarende billede er, at statens reelle statusbalance også ændrer sig, idet staten (den offentlige sektor) reelt lånefinansierer aktiekøb (og køb af fast ejendom), eftersom statens »pensionstilgodehavende« finansieres ved udstedelse af statsobligationer. Staten foretager altså en gearret investering i aktier og fast ejendom.

seende, men også *prisdannelsen* på de finansielle markeder. Udtrykt i generelle termer, så vil fradragsret gøre det billigere og dermed også mere attraktivt at gennemføre risikobehæftede investeringer i den private sektor, da investors krævede kompensation for at påtage sig risiko reduceres.

Hvis disse betragtninger skal sammenfattes, så indebærer fradragsret for privat pensionsopsparring:

1. En balanceoppustning af den finansielle sektor, som i væsentlig grad bliver en »før-skat-sektor« i stedet for en »efter-skat-sektor«.
2. Relative ændringer af udbuddet af værdipapirer.
3. En reduceret risikopræmie og et højere aktiekursniveau, hvilket gør børsnotering relativt mere attraktivt.

Når den offentlige sektor privatiserer, kan det i et vist omfang siges at modvirke den relative knaphed på aktier, der opstår ved øget udbredelse af fradragsberettigede opsparingsordninger. Det svarer til, at staten finansierer sit underskud ved aktieudstedelse i stedet for ved obligationsudstedelse. I det store billede er dette dog et overordentligt beskedent element.

Det skal påpeges, at det er teoretisk muligt at opstille en sofistikeret Ricardiansk-Barrosk neutralitetsmodel, hvor det ikke får nogen konsekvens, om der vælges et før-skat-system eller et efter-skat-system. Hvis nemlig den private sektor tager med i sine investeringsovervejelser (eller snarere sine risikopåtagningsovervejelser), at staten i før-skat-modellen har en aktiekursrisiko, som den ikke har i efter-skat-modellen, og at statens risiko jo ultimativt må bæres af skatteyderne, så kan man under passende strenge forudsætninger nå til, at ingenting betyder noget.

Men i betragtning af, at både politikere og regeringsøkonomer lægger ganske stor vægt på spørgsmålet om statsgældens størrelse og følgelig tager afstand fra Ricardo-Barro-neutralitetsteorien for så vidt angår statsgældens størrelse, synes der at være god grund til at tvivle om, at den private sektor er i stand til at gennemskue det endnu mere komplicerede spørgsmål om statens risikopåtagning gennem sit udskudte tilgodehavende i de samlede pensionsformuer.

3. Erhvervspolitiske implikationer

De erhvervspolitiske konsekvenser er i vidt omfang et spejlbillede af de kapitalmarkeds-mæssige konsekvenser. Ændringer i udbud og efterspørgsel og ændrede relativpriser på kapitalmarkedet har realøkonomiske og erhvervspolitiske konsekvenser. Ligeledes betyder det forhold, at en væsentlig del af den finansielle sektor er en før-skat sektor, en anderledes fordeling af magt og indflydelse. Specielt får den institutionelle opsparing ikke alene en større rolle, men også et større erhvervspolitisk ansvar.

I analysen af de erhvervsøkonomiske implikationer er det hensigtsmæssigt at sondre mellem store og små virksomheder.

Når de institutionelle investorer får en større ejerrolle i samfundet, er det ikke blot, fordi der sker en stigende udbredelse af privatfinansierede pensions- og forsikringsordninger, men i høj grad også på grund af den måde pensions- og forsikringssystemet er indrettet på, hvorved disse institutionelle investorer kommer til at administrere en udskudt skat.

Både den institutionelle og den private pensionsopsparring vil imidlertid primært være orienteret mod større virksomheder. Det gælder i særdeleshed ved helt private ordninger (individuelle kapitalpensions- og rateopsparingsordninger), hvor det længste, man kan gå i retning af risikotagning, er investering i børsnoterede aktier. Ved indirekte opsparring (ATP, LD, pensionskasser og forsikringsselskaber) er der også mulighed for at investere i unoterede selskaber. Investering i mindre virksomheder betyder imidlertid relativt væsentlige kontrol- og overvågningsomkostninger, hvorfor man helt naturligt ser, at de større institutionelle investorer er meget tilbageholdende m.h.t. at investere i mindre virksomheder. Faktisk synes der at være tale om en stigende tilbageholdenhed.

Spejlbilledet af, at den institutionelle – og også den individuelle – pensionsopsparring vokser og i stigende grad kanaliseres til større virksomheder, er de relativt ringere finansieringsvilkår for mindre virksomheder.²

Ved indskud af egenkapital i mindre virksomheder er kontrol- og overvågningsomkostningerne relativt væsentlige. Den bedste måde at reducere disse omkostninger på er ved, at ejeren selv har en betydelig egenkapital. Behovet for egenkapital accentueres af, at »få-mands-bedrifterne« over tiden er blevet større, mere kapitalintensive og mere specialiserede. Landbruget er et godt eksempel. Den moderne landbrugsbedrift er en kapitalintensiv og specialiseret virksomhed med få ansatte og med en betydelig konjunkturrisiko p.g.a. specialiseringen og det betydelige kapitalapparat. Med andre ord: den, der vil drive effektiv landbrugsvirksomhed for egne penge, skal i realiteten være millionær. Og på grund af de ovenfor nævnte kontrol- og styringsomkostninger er der i realiteten ikke andre end landmanden selv, der kan og vil stille op med den nødvendige egenkapital. Samme udvikling kan observeres i fiskerierhvervet og i den mindre industri.

Dette skaber imidlertid et problem. For det første er den nødvendige kapital til at starte/købe en mindre virksomhed så stor, at den kan være vanskelig at fremskaffe ved egen opsparring.³ Dertil kommer, at de pågældende, som ønsker at starte/købe egen virksomhed, i realiteten har to opsparringsmotiver. Dels ønsker de at spare op til (og se-

2. Fradragsret for pensionsopsparring betyder en relativ forskydning af udbuddet af risikovillig kapital i retning af store virksomheder, primært fordi den samlede efterspørgsel efter aktier stiger, og denne forøgede efterspørgsel retter sig primært efter aktier udstedt af større virksomheder. En helt anden sag er, at selve eksistensen af pensionsopsparring ved den heraf følgende reduktion af almindelig privat opsparring, kan indebære forringede muligheder for egenkapitalfinansiering af mindre virksomheder.

3. I landbruget løses dette problem normalt ved forfordeling ved arv. Nytilgangen til landbrugserhvervet kommer derfor også fra landbruget selv og ikke fra andre erhverv.

ner konsolidere) egen virksomhed, dels har de et behov for pensionsopsparing. Mellem disse to opsparingsmotiver er der en konflikt, idet investering i egen virksomhed p.g.a. den betydelige risiko er en uegnet form for pensionsopsparing.

I det omfang pensionsopsparing begunstiges, bliver det desuden relativt mindre eftertragtet at spare op til egen virksomhed. I det omfang pensionsopsparingen gennemføres ved tvang, falder evnen til at spare op til egen virksomhed.

Det kan ikke afvises, at der ved vækst i fradragsberettiget pensionsopsparing (gennem incitament og obligatoriske ordninger) sker en relativ forringelse af egenkapitalfinansieringsmulighederne for mindre virksomheder. Det er blevet relativt mere attraktivt at foretage andre former for opsparing end opsparing til egen virksomhed. Samtidig har egenkapitalbehovet for at starte som selvstændig som sagt været voksende.

Der er ingen enkel løsning på dette problem. De mindre virksomheders finansieringsproblemer løses ikke særlig godt af et offentligt subsidieret udbud af risikovillig kapital, således som det på forskellig måde har været forsøgt. Hovedproblemet er ikke mangel på risikovillig kapital. Hovedproblemet er informations- og kontrolomkostninger. Og dette problem kan kun løses på en fornuftig måde ved, at ejerne selv har egenkapital. Et offentligt subsidieret udbud af risikovillig kapital er formentlig i større eller mindre grad penge ud af skatteydernes lommer.

4. Realrenteafgift, internationalisme og samfundsoptimalitet

Det er hensigtsmæssigt i forbindelse med debatten om pensionssystemet at tage spørgsmålet om *realrenteafgiften* og dens implikationer op, da eventuelle forvriddninger som følge af realrenteafgiften vil blive forstærket af den »balanceopblæsning«, fradragsretten for pensionsindbetalinger medfører.

Dertil kommer, at spørgsmålet om realrenteafgiftens eventuelle forvriddende effekter ikke er blevet analyseret særlig grundigt, og slet ikke i lyset af den stadig stigende internationalisering, som sker på aktieinvesteringsområdet.

Danske pensionskasser er skattefrie af afkastet på aktieinvesteringer, men realrente-beskattes af afkastet på finansielle fordringer. Systemet blev indført for at opmuntre pensionskasser til investering i danske aktier for at skaffe risikovillig kapital til erhvervslivet.

Økonomer var generelt enige om, at heri lå ikke nogen væsentlig forvriddning, givet forudsætningerne om, at det danske aktiemarked var et nationalt aktiemarked med få udenlandske investorer, og at pensionskasserne fortrinsvis investerede i danske aktier.

Realrenteafgiften på fordringer modsvarede af aktieselskabernes betaling af selskabsskat. Den *samlede* effekt af realrenteafgift og aktieselskabsskat er, at pensionskasser er ret indifferente over for, om de ejer finansielle fordringer direkte eller indirekte gennem et aktieselskab. Realrenteafgiften er ikke så forskellig fra selskabsskattesatsen. Reelt må man nok sige, at realrenteafgiften ved sin introduktion fjernede en

skattemæssig asymmetri, der gjorde, at pensionskasser havde en klar relativ fordel ved at investere i obligationer, mens privatpersoner havde en relativ fordel ved at investere i aktier.

I dag går udviklingen imidlertid klart i retning af, at pensionskasser i stadig stigende grad investerer i *udenlandske* aktier. Der er mange årsager til denne udvikling. I begyndelsen holdt pensionskasser sig nok tilbage fra at investere i udenlandske aktier af frygt for, at det ville blive betragtet som værende i modstrid med »ånden« i realrenteafgiftsfritagelsen for aktier. Det er imidlertid klart, at simpel porteføljeteori tilsiger, at pensionskasser skal have en meget væsentlig del af deres aktieportefølje i udenlandske aktier.

Det er derfor relevant at diskutere realrenteafgiftens eventuelle forvridende effekter set fra et dansk nationalt synspunkt, når pensionskasser investerer i udenlandske aktier. Det vil blive gjort i det følgende.

4.1. Den simple lærebogs-CAP-model

Lad os indledningsvis se på konklusionerne, hvis vi går ud fra den simple Capital Asset Pricing-modelfigur fra lærebøger og et fuldstændigt integreret og effektivt internationalt aktiemarked.

Figur 2 viser en skattefri investors investeringsmuligheder og investeringsmulighederne for en investor, der er skattefri af alt aktieafkast, men som beskattes med 50% af afkast af finansielle fordringer. Når vi betragter udlandsinvesteringer set fra et dansk *samfundsmæssigt* synspunkt, er det selvfølgelig den skattefri investor, der er relevant.

Der er anvendt følgende symboler:

r = den risikofri rente før skat

r_r = den risikofri rente efter skat

M = den optimale portefølje (markedsporteføljen) for en skattefri investor

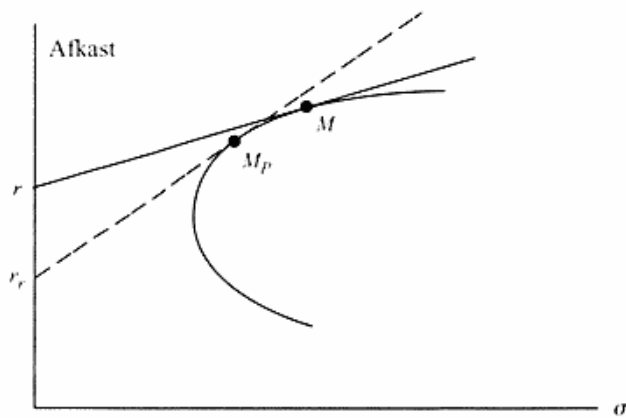
M_p = den optimale aktieportefølje for en investor, der beskattes af renter, men ikke af aktieafkast.

Set fra samfundets synsvinkel angiver linien r - M de mulige optimale kombinationer af risiko og afkast ved investering.

Set fra pensionskassens synsvinkel udgør linien r_r - M_p - M de mulige optimale kombinationer, hvis der ikke er mulighed for gearing, ellers er det linien r_r - M_p og dens forlængelse.

Det ses, at virkningerne af realrenteafgiften på investeringerne er:

- der investeres i en aktieportefølje med en beta lavere end 1
- pensionskassen står over for en hældning på afkast-risikokurven, der er højere end den samfundsmæssigt relevante hældning, d.v.s. pensionskasserne får en højere risikopræmie pr. enhed risiko, de påtager sig.



Figur 2.

Der kan ikke siges noget om, hvorvidt realrenteafgiften fører til en større eller en lavere andel af aktier i porteføljen, ej heller noget om, hvorvidt den fører til en højere eller lavere total aktierisiko for pensionskasserne.

Umiddelbart ville forventningen nok være, at den højere risikopræmie ville føre til en større aktieandel og en større total risiko. Men set fra en modelsynsvinkel kan intet siges.

Det skal bemærkes, at vi her for en ordens skyld har set bort fra de danske aktier. Det skyldes, at i et fuldstændig integreret og effektivt internationalt aktiemarked, er det vanskeligt at se argumenter for, at danske aktier skulle udgøre en væsentlig større andel af den samlede aktieportefølje i danske pensionskasser, end de udgør af den globale aktiemasse.

4.2. Den udvidede lærebogsmodel

Figur 2 viser den klassiske lærebogsfigur for »the efficient frontier«, hvor man typisk starter med en enkelt aktie og så introducerer flere og flere aktier.

Et relevant spørgsmål er imidlertid, hvordan kurven ser ud på et globalt aktiemarked, – med mange tusinde aktier.

På et sådant marked skulle det være muligt at finde tilstrækkelig mange aktier med betaværdier så tæt på 0 (eller negative), at man kan sammensætte en veldiversificeret aktieportefølje med en beta på tilnærmelsesvis 0, d.v.s. en aktieportefølje, der giver et afkast svarende til den risikofri rente, og som har en standardafvigelse tæt på 0.

Men hvis dette er tilfældet, så ændrer »the efficient frontier« drastisk udseende og bliver sammenfaldende med linien r - M . Udelukkende ved hjælp af aktieinvesteringer, helt uden anvendelse af investering i det risikofri finansielle aktiv kan den realrentebeholdte pensionskasse nå op på denne linie.

D.v.s. så længe pensionskassen er frit stillet med hensyn til at investere hele formuen i aktier, så vil den kunne opnå samme efter-skat-afkast som investorer, der er skattefri også af finansielle fordringer.⁴

I den situation fører realrenteafgiften altså ikke til nogen ressourcemisallokering af betydning, set fra et samfundsøkonomisk synspunkt. Hermed menes, at der ikke foretages investeringer, som er samfundsmæssigt inoptimale. Anvendt til sit yderste fører fritagelsen for realrenteafgift på aktier til, at pensionskasserne fuldstændig kan undgå at betale realrenteafgift. Til gengæld elimineres realrenteafgiftens misallokerende effekter.

I den faktiske verden er pensionskasser underkastet begrænsninger med hensyn til, hvor stor en del af deres formue, de må investere i aktier. Antag, at maksimalt 50% af formuen må investeres i aktier.⁵

Figur 3 viser, hvorledes pensionskassens trade-off mellem risiko og afkast nu bliver. Pensionskassen vil investere den maksimalt mulige andel, nemlig 50% i aktier, uanset risikovilligheden. Er pensionskassen fuldstændig risikoavers, vil halvdelen af formuen blive investeret i en aktieportefølje med en beta på 0, således at der opnås et afkast på

$$\frac{r + r_r}{2}$$

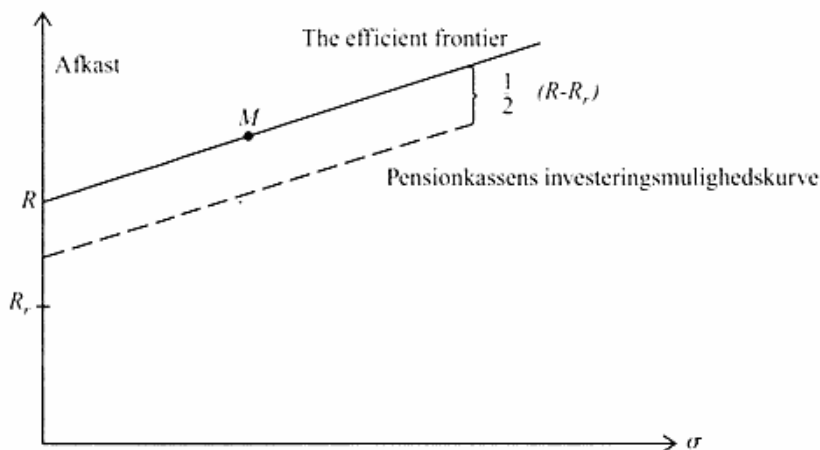
Det bemærkes, at når »the efficient frontier« er lineær også ud over M , skyldes det det samme argument, som gjorde, at den var lineær ned til r . Hvis man ønsker en større risiko end svarende til markedsporteføljen, kan man i et stort internationalt aktiemarked i ganske vidt omfang opnå samme trade-off ved investering i en veldiversificeret portefølje af aggressive aktier, som ved gearing, i hvert fald til vist punkt.

Det er nu let at indse, at givet begrænsningen med, at pensionskassen maksimalt kan investere 50% af formuen i aktier, vil dens mulige kombinationer af risiko og afkast være som vist på den stiplede linie. Denne linie er *parallel* med linien $r-M$.

Det skal bemærkes, at for høje standardafvigelser vil ingen af de to kurver være lineære. For tilstrækkeligt høje standardafvigelser vil der være så få aktier med høj beta, at det ikke længere er muligt at bortdiversificere den usystematiske risiko fuldstændigt.

4. Det forudsætter vel at mærke, at det internationale kapitalmarked prissætter aktier på basis af før-skat-afkast. Men med de typiske skatteregler for pensionskasser internationalt er det næppe et dårligt udgangspunkt. Og blot den prissætter aktier ctr. obligationer på basis af skatter, der er lavere end de danske, er der et problem.

5. Vi ser bort fra den øvrigt interessante diskussion om mulighederne for at slippe uden om disse grænser ved hjælp af aktiefutures, optioner o.s.v., som kræver en diskussion af de særlige skatteregler for disse instrumenter, d.v.s. vi begrænser os til investering i aktier og finansielle fordringer.



Figur 3.

Men for store intervaller vil der gælde ren linearitet. Den rene »lærebogsfigur« vil være misvisende under de angivne forudsætninger.

Konklusionen er derfor, at i et meget åbent samfund uden »hjemmebanepreferen- ce« for egne aktier gælder:

1) pensionskasser har en fordel ved at investere maksimalt muligt i aktier, helt uden hensyn til deres risikopræference. Meget risikoaverse pensionskasser skal blot investere i aktieporteføljer med en meget lav risiko.

2) i praksis er der ikke nogen grund til at tro, at realrenteafgiften fører til en forvridding, hvor der investeres i aktier, som ikke er samfundsmæssigt optimale, vel at mærke såfremt internationale aktier er prisfastsat på grundlag af før-skat-afkast.

3) realrenteafgiftsfritagelsen for aktier indebærer ene og alene en forøgelse af det efter-skat-afkast, som pensionsopparere får, uden nogen positiv virkning på kapitaltilførslen til dansk erhvervsliv, men med et tilsvarende provenutab for staten til følge.

5. Konklusion

I denne artikel er blevet påpeget forskellige problemstillinger i forbindelse med indretningen af det danske pensionskassesystem, ligesom det er blevet belyst, at diskussionen af fordele og ulemper ved forskellige elementer af det valgte system i høj grad er afhængig af kapitalmarkedets åbenhed for så vidt angår aktieinvesteringer over grænserne.

For så vidt angår spørgsmålet om *fradragsret eller ej* for pensionsindbetalinger blev det påpeget, at fradragsret i sig selv må formodes (helt uafhængig af realrenteafgiften) at føre til en forøget efterspørgsel efter andre aktiver end obligationer, fordi den øgede statsgæld fører til et overudbud af obligationer. Med mindre investeringen i danske aktier er fuldstændig ubetydelig i danske pensionskasser, vil følgen heraf være lavere ri-

sikopræmier og en begunstiggelse af større børsnoterede firmaer i forhold til mindre selskaber, hvor pensionskasserne ikke investerer. Men virkningen vil være afhængig af, hvor internationalt pensionskasserne er orienterede på aktieområdet.

For så vidt angår spørgsmålet om *realrenteafgiftsfritagelse for aktier* blev det påpeget, at virkningen heraf ligeledes var meget forskellig i et åbent og et lukket samfund (med hensyn til aktieinvesteringer over grænserne).

I et samfund, hvor de danske pensionskasser hovedsagelig investerer i danske aktier, er realrenteafgiftsfritagelse hensigtsmæssig, fordi den stort set fører til skattemæssig neutralitet med hensyn til investering i danske aktier og obligationer, når der tages hensyn til selskabsskatten.

I et åbent samfund, hvor pensionskasserne i meget høj grad investerer i udenlandske aktier, er spørgsmålet noget mere kompliceret. Men analysen tyder på, at realrenteafgiftsfritagelsen for aktieafkast i så tilfælde ikke så meget fører til et samfundsmæssigt tab i form af, at kapital stilles til rådighed for billigt til udlandet, men snarere blot fører til, at pensionskasserne får et større afkast og placerer en større andel af deres formue i aktier. Er arbitragemodellen holdbar, kan de opnå et tilnærmelsesvist risikofrit afkast efter skat svarende til den danske obligationsrente, forudsat at prisdannelsen på internationale aktier er præget af skattefrie investorer.

Konklusionerne er således i høj grad følsomme over for, hvor internationale de danske pensionskasser er i deres investeringspolitik, og af, i hvilket omfang prisdannelsen på de internationale finansielle markeder er bestemt af før-skat afkastet.

Det er velkendt, at der endnu i høj grad gælder en »hjemmebanepreferance«. Pensionskasser (og andre investorer) diversificerer slet ikke internationalt i det omfang, almindelig finansieringsteori tilsiger. Det er imidlertid også klart, at udviklingen går i retning af stadig stigende internationalisering.

Der kan derfor være god grund til at få belyst, hvorvidt det danske pensionskassesystem og den danske realrenteafgiftslov, der begge er etableret under helt andre forudsætninger end de nuværende, stadig er hensigtsmæssigt indrettet.

Formålet med denne artikel har alene været at skitsere nogle af de væsentligste problemområder og ikke at foretage en tilbundsående analyse heraf.

Litteratur

Budgetredegørelse. 1993. København. Finansministeriet, 1993.

Møller, Michael og Niels Chr. Nielsen. 1993. Pensionsopsparring og statsgæld, *National-økonomisk Tidsskrift*, nr. 1, 1993.

Møller, Michael og Niels Chr. Nielsen. 1993. *Privatfundede pensionssystemer med og uden fradragetsret for pensionsindbetalin-*

ger og de kapitalmarkedsmæssige og erhvervspolitiske konsekvenser heraf: Nogle centrale problemstillinger. Working Paper 93-10, Institut for Finansiering, Handelshøjskolen i København.

Sharpe, William and Gordon Alexander. 1990. *Investments*, New York.

sikopræmier og en begunstiggelse af større børsnoterede firmaer i forhold til mindre selskaber, hvor pensionskasserne ikke investerer. Men virkningen vil være afhængig af, hvor internationalt pensionskasserne er orienterede på aktieområdet.

For så vidt angår spørgsmålet om *realrenteafgiftsfritagelse for aktier* blev det påpeget, at virkningen heraf ligeledes var meget forskellig i et åbent og et lukket samfund (med hensyn til aktieinvesteringer over grænserne).

I et samfund, hvor de danske pensionskasser hovedsagelig investerer i danske aktier, er realrenteafgiftsfritagelse hensigtsmæssig, fordi den stort set fører til skattemæssig neutralitet med hensyn til investering i danske aktier og obligationer, når der tages hensyn til selskabsskatten.

I et åbent samfund, hvor pensionskasserne i meget høj grad investerer i udenlandske aktier, er spørgsmålet noget mere kompliceret. Men analysen tyder på, at realrenteafgiftsfritagelsen for aktieafkast i så tilfælde ikke så meget fører til et samfundsmæssigt tab i form af, at kapital stilles til rådighed for billigt til udlandet, men snarere blot fører til, at pensionskasserne får et større afkast og placerer en større andel af deres formue i aktier. Er arbitragemodellen holdbar, kan de opnå et tilnærmelsesvist risikofrit afkast efter skat svarende til den danske obligationsrente, forudsat at prisdannelsen på internationale aktier er præget af skattefrie investorer.

Konklusionerne er således i høj grad følsomme over for, hvor internationale de danske pensionskasser er i deres investeringspolitik, og af, i hvilket omfang prisdannelsen på de internationale finansielle markeder er bestemt af før-skat afkastet.

Det er velkendt, at der endnu i høj grad gælder en »hjemmebanepreference«. Pensionskasser (og andre investorer) diversificerer slet ikke internationalt i det omfang, almindelig finansieringsteori tilsiger. Det er imidlertid også klart, at udviklingen går i retning af stadig stigende internationalisering.

Der kan derfor være god grund til at få belyst, hvorvidt det danske pensionskassesystem og den danske realrenteafgiftslov, der begge er etableret under helt andre forudsætninger end de nuværende, stadig er hensigtsmæssigt indrettet.

Formålet med denne artikel har alene været at skitsere nogle af de væsentligste problemområder og ikke at foretage en tilbundsående analyse heraf.

Litteratur

Budgetredegørelse. 1993. København. Finansministeriet, 1993.

Møller, Michael og Niels Chr. Nielsen. 1993. Pensionsopsparring og statsgæld, *National-økonomisk Tidsskrift*, nr. 1, 1993.

Møller, Michael og Niels Chr. Nielsen. 1993. *Privatfunde pensionssystemer med og uden fradrag for pensionsindbetalin-*

ger og de kapitalmarkedsmæssige og erhvervspolitiske konsekvenser heraf: Nogle centrale problemstillinger. Working Paper 93-10, Institut for Finansiering, Handelshøjskolen i København.

Sharpe, William and Gordon Alexander. 1990. *Investments*, New York.