



Folketingets Finansudvalg
Christiansborg

Finansministeren
27. juni 2014

Svar på Finansudvalgets spørgsmål nr. 285 (Alm. del) af 12. maj 2014 stillet efter ønske fra Joachim B. Olsen (LA)

Spørgsmål

Vil ministeren vurdere effekten på den finanspolitiske holdbarhed af at afskaffe kildebeskatningen af udenlandske institutionelle investorerers porteføljeinvesteringer?

Svar

Det skal indledningsvist understreges, at den nedenfor angivne påvirkning af den finanspolitiske holdbarhed ved en afskaffelse af den begrænsede skattepligt og dermed af kildebeskatningen på udbytter for udenlandske institutionelle investorerers porteføljeinvesteringer er forbundet med meget stor usikkerhed. Dvs. at besvarelsen mere har karakter af et regneeksempel end et egentligt provenuskøn.

Et endegyldigt svar på spørgsmålet ville blandt andet indebære en afklaring af om og i givet fald i hvilken grad kildebeskatning af udbytter påvirker virksomhedernes kapitalomkostninger. Dette spørgsmål har været genstand for debat i den økonomiske litteratur over en meget lang årrække. Der synes ikke at være opnået nogen særlig konsensus herom endnu. Det er ikke ambitionen at konkludere på denne debat i forbindelse med besvarelsen af spørgsmålet.

Ambitionen er at præsentere en række mulige udfald ved en ændring i kildeskatten på udbytter for på denne baggrund at kunne skønne over virkningen af en afskaffelse for udenlandske institutionelle investorer under de givne forudsætninger.

Besvarelsen er bygget op på følgende vis:

- Først skitseres kort, hvorledes udbytter behandles i det danske skattesystem.
- Herefter gives en kort introduktion til hvilke effekter den økonomiske litteratur peger på, at (kilde)skatter på udbytter kan have.
- Slutteligt beregnes et *helt summarisk* skøn for holdbarhedsvirkningen af en afskaffelse af kildeskatten på udbytter for udenlandske institutionelle investorer.

Beskatningen af udbytter

For investeringer i danske eller udenlandske virksomheder fortaget af privatpersoner med bopæl i Danmark vil udbytter beskattes som aktieindkomst

med 27 pct. op til 49.200 kr. (2014) og 42 pct. for beløb herover. Udenlandske kildeskatter på aktieudbytter kan som udgangspunkt trækkes fra i den danske skat på aktieindkomst.

Danske virksomheders datterselskabsaktier (dvs. hvor ejerandelen udgør 10 pct. eller mere) er som udgangspunkt skattefri uafhængigt af om udbytterne kommer fra et dansk eller et udenlandsk datterselskab.

For så vidt angår danske virksomheders porteføljeinvesteringer (dvs. hvor ejerandelen er under 10 pct.) indgår udbytter som udgangspunkt i den skattepligtige indkomst (både fra investeringer i noterede og unoterede selskaber). Modsat er der skattefrihed for avancer på unoterede porteføljeaktier, mens avancer på noterede porteføljeaktier beskattes (ligesom der er fradrag for tab).

For så vidt angår udenlandske moderselskabers investeringer i danske datterselskaber (dvs. hvor ejerandelen i det danske selskab udgør over 10 pct.) er disse som udgangspunkt ikke pålagt kildeskat i Danmark.

Derimod er udenlandske investorer i danske virksomheder som udgangspunkt begrænset skattepligtige til Danmark af udbytte fra danske porteføljeaktier. Skattepligten effektueres i form af en kildeskat på 27 pct.

Såfremt Danmark har en dobbeltbeskatningsoverenskomst med den udenlandske investors hjemland, udgør den danske kildeskat typisk 15 pct. Den udenlandske investor vil som regel kunne kreditere den danske kildeskat i den skat, der skal betales i hjemlandet. I dette tilfælde har den danske kildeskat ingen betydning for den udenlandske investors skattebetaling. Den har udelukkende betydning for fordelingen af skatteprovenu mellem den danske og den udenlandske statskasse.

I denne sammenhæng bør det bemærkes, at pensionsselskaber (og visse livsforsikringsselskaber) i henhold til dobbeltbeskatningsoverenskomsten mellem Danmark og USA ikke er kildeskattepligtige.¹ Dvs. en afskaffelse af udbytteskatten for udenlandske institutionelle investorer ikke er af relevans i forhold til fx amerikanske pensionsselskaber.

I tilfælde hvor en udenlandsk investors skat i hjemlandet er lavere end den danske kildeskat (fx fordi investoren er hjemmehørende i et skattelyland), udgør den danske kildeskat denne investors endelige skat. Dermed kan den danske skat have betydning i forhold til, om den udenlandske investor placerer sine porteføljeinvesteringer i aktier i danske virksomheder.

Teorien

I den økonomiske litteratur er det beskrevet, at effekterne af fx en generel reduktion af udbyttebeskatningen kan resultere i (mindst) fire mulige scenarier:

¹ Se Bekendtgørelse af protokol af 2. maj 2006 til ændring af overenskomsten af 19. august 1999 mellem regeringen i Kongeriget Danmark og regeringen i Amerikas Forenede Stater til undgåelse af dobbeltbeskatning og forhindring af skatteunddragelse for så vidt angår indkomstskatter artikel 10, stk. 3, litra c, jf. artikel 22, stk. 2, litra e.

- *En mulighed er*, at en ændring i beskatningen af udbytter påvirker virksomhedernes kapitalomkostninger og derigennem investeringsadfærden. Det kan være tilfældet, hvis virksomheder finansierer marginale investeringer gennem udstedelse af ny aktiekapital. Denne finansieringsform kan være særligt relevant i forhold til virksomheder, der endnu ikke genererer et løbende overskud.
- *En anden mulighed er*, at udbyttebeskatning ikke påvirker virksomhedernes investeringsbeslutning, da en ændring i udbyttebeskatningen ikke har nogen reel effekt på virksomhedernes kapitalomkostninger. Det kan være tilfældet, hvis virksomheder på marginalen finansierer investeringer ved at tilbageholde udbytter (dvs. ved opsparede overskud) og ikke gennem udstedelse af ny aktiekapital. Intuitionen er (lettere forenklet), at såvel investeringen som afkastet af investeringen (dvs. udbyttet) er udbyttebeskattet. Dermed bliver beskatningen neutral for investeringsbeslutningen. Det skal yderligere bemærkes, at udbytteskatten kapitaliseres i værdien af virksomhederne. Denne finansieringsform kan være særligt relevant for modne virksomheder med et løbende overskud.
- *En tredje mulighed er*, at den marginale investor enten er helt skattefri eller alternativt er skattepligtig, men med mulighed for at modregne ændringer i skatten eller lignende. Hvis den marginale investor ikke betaler udbytteskat vil hverken værdien af virksomhederne eller investeringsbeslutningen i denne type modeller påvirkes af skatten.
- *En fjerde mulighed* (relateret til sidstnævnte) er, at afkastet på indenlandske investeringer er bestemt af enten den afkastrate som udenlandske aktieejere kræver (for kapitalimporterende lande) eller den afkastrate, der er tilgængelig for udgående investeringer (for kapitaleksporterende lande). Begge disse afkastrater bestemmes på verdensmarkedet og påvirkes som udgangspunkt ikke af udbyttebeskatning af enkelte investorsegmenter. Hvis beskatningen af et enkelt investorsegment fx lempes, indebærer det i henhold til denne mulighed, at andre investorsegmenter sælger aktiver til det begunstigede segment.

Det er naturligvis af *afgørende* betydning for påvirkningen af økonomien og dermed effekten for de offentlige finanser, hvilken (kombination) af disse teoretiske udgangspunkter, der viser sig empirisk relevant.²

I forhold til det konkrete spørgsmål er det ydermere en komplikation, at udbyttebeskatningen udelukkende reduceres for en bestemt investortype (altså udenlandske institutionelle investorer). Skattesatsen for fx indenlandske investorer og udenlandske private investorer ændrer sig således som udgangspunkt ikke.

Man kunne som udgangspunkt have en formodning om, at pensionsselskabernes formue udgør en ikke uvæsentlig andel af den samlede formue for udenlandske institutionelle investorer. Ligesom det må formodes at pensionskasser typisk placerer en relativt stor andel af kapitalen i modne (noterede) virksomheder, hvor risikoen forbundet med investeringen er relativt begrænset. *Jf. ovenfor* vil netop

² Det skal understreges, at de præsenterede muligheder udelukkende repræsenterer en del af modellerne i litteraturen.

denne type virksomheder typisk udbetale udbytter og dermed være i en situation, hvor tilbageholdte udbytter kan udgøre (en ikke uvæsentlig del af) finansieringen af marginale investeringer. Såfremt tilbageholdte udbytter således udgør en væsentlig finansieringskilde vil dette trække i retning af, at en afskaffelse af udbytteskatten for udenlandske institutionelle investorer (måske særligt vedrørende pensionsselskaber) vil være af relativt begrænset betydning.

Afskaffelse af kildeskat på udbytter for udenlandske institutionelle investorer kan i henhold til den økonomiske litteratur således give anledning til en række mulige virkninger. Herunder:

1. En kapitalgevinst på beholdninger af aktier i store, modne virksomheder.
2. I begrænset omfang bedre rammevilkår for nye egenkapitalinvesteringer i typisk mindre virksomheder.
3. At udenlandske kildeskattefritagne institutionelle investorer får en ”komparativ fordel” i forhold til at eje danske virksomheder, hvilket kan øge provenuvirkningen.

Endelig skal det bemærkes, at i det tilfælde, hvor en afskaffelse af kildeskatten på udbytter for udenlandske institutionelle investorer måtte være forbundet med reale effekter, vil effekterne dels skulle vurderes i forhold til virkningerne af finansieringen dels i forhold til alternativ anvendelse af finansieringen.

Offentlige finanser

Det samlede provenu fra beskatningen af dansk aktieudbytte til udenlandske modtagere kan med stor usikkerhed anslås til at udgøre ca. 1,1 mia. kr. årligt. Det er ikke umiddelbart muligt at afgøre, hvor stor en andel heraf, der vedrører udenlandske institutionelle investorer. Provenuet på 1,1 mia. kr. udgør således et overkantsskøn for den umiddelbare virkning ved en afskaffelse af kildeskatten på udbytter for denne investortype.

Hvis det lægges til grund, at beskatningen af udbytter har betydning for virksomhedernes kapitalomkostninger vil effekterne af en reduktion af udbyttebeskatningen kunne sammenlignes med effekterne af en nedsættelse af den effektive selskabsskat (herunder vil investeringerne og arbejdsudbuddet stige).

Den samlede effektive beskatning af udenlandske skattefritagne investorer ved porteføljeinvesteringer i Danmark udgøres af selskabsskatten samt kildeskatten på udbytter, dvs. $22 \text{ pct.} + (100 \text{ pct.} - 22 \text{ pct.}) \times 15 \text{ pct.} = 33,7 \text{ pct.}$ Dvs. en afskaffelse af kildeskatten på udbytter for denne investortype vil være forbundet med en reduktion af beskatningen på 11,7 pct.-point.

Det umiddelbare mindreprovenu vil også i dette tilfælde udgøre op til 1,1 mia. kr., jf. tidligere. En umiddelbar virkning på 1,1 mia. kr. ved konstant afkast *før skat* svarer til et mindreprovenu på godt 1,4 mia. kr. ved konstant afkast *efter skat*. Det er lagt til grund, at investortypen før og efter afskaffelsen af kildeskatten på

udbytter foretager investeringer, indtil der på marginalen opnås et normalafkast på ca. 5,5 pct.³

Det er yderligere lagt til grund, at de godt 1,4 mia. kr. overvælttes i lønningerne. Hertil kommer, at der ikke er tale om en marginal nedsættelse af skatten, hvorfor bruttoafkastet er lidt højere for de første (ekstra) investeringer end for den marginale investering. Dette ekstra bruttoafkast antages ligeledes overvæltet i lønningerne, således at den samlede lønstigning udgør knap 1,5 mia. kr.

En stigning i lønningerne medfører et højere arbejdsudbud, hvilket betyder at statens indtægter fra personindkomstskatter stiger. Lægges det til grund, at selvfinansierungsgraden forbundet hermed er 10 pct. vil merprovenuet herfra udgøre godt 0,1 mia. kr.

Afkastet af den ekstra (egen)kapital (efter afskrivninger) selskabsbeskattes. Selvfinansierungsgraden forbundet hermed vil være ca. 15 pct., eller svarende til et merprovenu fra selskabsskatten på godt 0,2 mia. kr.

Når det bliver relativt billigere for virksomhederne at finansiere investeringer ved at udstede aktier og sælge dem til porteføljeaktionærer (set i forhold til lånefinansiering mv.), vil virksomhederne øge kapitaliseringsgraden. Afkastet af denne ekstra egenkapital selskabsbeskattes. Beregningsteknisk er det lagt til grund, at selvfinansierungsgraden forbundet hermed er 10 pct., svarende til godt 0,1 mia. kr.

Netto vil en afskaffelse af kildeskatten på udbytter for udenlandske institutionelle investorer – under de givne forudsætninger – således være forbundet med et mindreprovenu efter tilbageløb og adfærd på i størrelsesordenen 0,9 mia. kr.

Hvis det lægges til grund, at virksomhedernes investeringsniveau ikke påvirkes af udbytteskatten, men at en afskaffelse kapitaliseres i værdien af virksomhederne, så vil et umiddelbart mindreprovenu ved en afskaffelse af kildeskatten på udbytter for udenlandske institutionelle investorer udgøre op til 1,1 mia. kr.

Det umiddelbare mindreprovenu vil delvist opvejes af beskatningen af kapitalgevinster mv. for så vidt angår den indenlandsk ejede kapital. Tilbageløbet vil således udgøre skatten på den andel af værdiændringen, der beskattes i Danmark, samt moms og afgifter på afledte forbrugsvirkninger. Hvis det med standardforudsætninger lægges til grund, at tilbageløbet udgør 40 pct. vil mindreprovenuet efter tilbageløb på denne baggrund udgøre op til 0,7 mia. kr. Der vil som nævnt ikke være realøkonomiske konsekvenser forbundet med skattenedsættelsen i dette tilfælde, hvorfor mindreprovenuet efter tilbageløb og adfærd (for en given ejerskabsfordeling) vil være det samme som efter tilbageløb, altså 0,7 mia. kr.

³ For at opnå et normalafkast på ca. 5,5 pct. efter skat skal bruttoafkastet (før afskrivninger og skat) udgøre ca. 15 pct. i situationen uden udbyttebeskatning, mens det tilsvarende bruttoafkast med en udbyttebeskat på 15 pct. skal udgøre ca. 16,2 pct. Det er i begge tilfælde lagt til grund, at afskrivningerne udgør 8 pct.

I det omfang ejerskabsfordelingen ændres således at ikke-beskattede ejere udgør en større andel (dvs. ikke-begunstigede investorsegmenter sælger aktiver til det skattebegunstigede investorsegment) vil mindreprovenuet efter tilbageløb og adfærd være større end mindreprovenuet efter tilbageløb.

Hvis endelig udenlandske institutionelle investorer, der er skattefrie i hjemlandet, har mulighed for at eksponere deres portefølje mod danske virksomheder (og dermed karakteristisk dansk risiko) ikke gennem direkte ejerskab, men gennem såkaldt afledte aktiver, hvor den samlede transaktion ikke (netto) udbyttebeskattes.⁴ Så kan kildeskatten på denne investortype ikke forventes at indbringe noget provenu. Dvs. der vil ikke være noget umiddelbart mindreprovenu forbundet med en afskaffelse, ligesom der ikke umiddelbart vil observeres nogen realøkonomiske konsekvenser heraf. Altså vil mindreprovenuet efter tilbageløb samt efter tilbageløb og adfærd også være nul. Dog vil udenlandske institutionelle ejere formodentlig efterfølgende udgøre en større direkte andel af ejerskabskredsen bag danske virksomheder.

Som det fremgår af ovenstående er der stor usikkerhed i forhold til virkningerne af en afskaffelse af kildeskatten på udbytter for udenlandske institutionelle investorer. Det skal dels ses i lyset af usikkerheden i forhold til de økonomiske virkninger, dels i forhold til det tilgængelige datagrundlag. Det betyder, at der er tilsvarende stor usikkerhed forbundet med holdbarhedsvirkningen, som på baggrund af regneeksemplerne helt summarisk kan opgøres til at udgøre mellem 0 kr. og 1,1 mia. kr.

Et mere præcist skøn for holdbarhedsvirkningen vil kræve en langt mere omfattende analyse. Herunder vil der være behov for at konstruere et datasæt for den faktiske ejerskabssammensætning på tværs af alle lande samt en afdækning af beskatningen af relevante enheder i disse lande.

Det kan afslutningsvist bemærkes, at der i den økonomiske litteratur peges på, at en hensigtsmæssig tilgang til beskatningen af porteføljeinvesteringer kunne være at tilstræbe et princip om såkaldt global porteføljeneutralitet. Dette princip indebærer grundlæggende, at man beskatter indenlandske aktieejeres investeringer ens, uafhængigt af i hvilket land investeringerne foretages. På denne måde opnår investorerne den samfundsøkonomisk optimale risikospredning.

Med venlig hilsen

Finansministeren

⁴ I den økonomiske litteratur peges der overordnet fx på, at eksponering af en investorportefølje mod et andet lands karakteristiske risiko gennem indgåelse af såkaldte "total return equity swaps" kan indebære, at den samlede transaktion ikke udbyttebeskattes (netto). Nævnte derivat er en kontrakt mellem to parter, hvor ejeren af et aktiv udbetaler aktivets totale afkast til modparten mod betaling af et (fast eller variabelt) beløb.