

Indhold

LEDER

Kun en tåbe frygter ikke skatten...

Af: Ken L. Bechmann

SIDE 2

SKATS BETYDNING FOR KAPITALMARKEDSLINJEN

En indføring i det danske skattesystems betydning for kapitalmarkedslinjen

Af: Andreas Jakobsen, Michael Møller og Claus Parum

SIDE 6

ILLIKVIDITETS- OG REBALANCERINGSPRÆMIE

Trade-off mellem illikviditetspræmie og rebalanceringspræmie: En porteføljeteoretisk analyse

Af: Christoph Junge

SIDE 16

ESG I LEDELSESAFLØNNING

Selskabernes vederlagspolitik: Hvad siger de om anvendelsen af ESG-mål i ledelsesaflønnings?

Af: Ken L. Bechmann

SIDE 22

INFORMATION:

Udgiver, abonnement og annoncetegning



FINANS/INVEST

Finansforeningen, Fiolstræde 44, 2.,
1171 København, Tlf. 2180 2423,
E-mail: mail@finansforeningen.dk,
www.cfa.dk/finans-invest

FINANS/INVEST

Manuskripter sendes til: Ken L. Bechmann,
Institut for Finansiering, Copenhagen
Business School, E-mail: kb.fi@cbs.dk

Prisen for 2025 er kr. 2.140 inkl. moms og porto til Danmark.
(fuldtidsstuderende 1/2 pris)

Udgave nr. 391, August 2025 – ISSN 0106-1798 – Oplag: 200

Tidsskriftet er uafhængigt af organisationsinteresser og har som formål formidling af fakta om og analyser af investering, finansiering og kreditformidling samt den lovgivning, der knytter sig hertil

Gengivelse af artikler mv. er kun tilladt med udgiverens forudgående tilladelse. Forside: www.shutterstock.com

Layout/produktion: www.henrietteDupont.dk Tryk: www.ecograf.dk

Kun en tåbe frygter ikke skatten...

Jakobsen, Møller og Parum (2025) kommer i dette nummer af Finans/Invest med en række eksempler på, hvordan et skattesystem kan have væsentlig betydning for privates investeringer. Artiklen konkluderer desuden, at denne indsigt ofte mangler i eksempelvis finansieringsundervisningen – og at det kan være svært (eller dyrt) at få egentlig rådgivning om skat. En væsentlig årsag hertil er uden tvivl det meget komplicerede danske skattesystem. Denne leder diskuterer kort det u hensigtsmæssige i, at det danske skattesystem er så kompliceret. Da det nok er naivt at forestille sig, at skattesystemet umiddelbart skulle blive simplificeret, er det nødvendigt at rådgivere og andre, der arbejder med investeringer, har en grundlæggende forståelse af skattens betydning – og her kunne man starte med i højere grad at inddrage dette i finansieringsundervisningen.

AF FORFATTER



Ken L. Bechmann

Professor, Institut for Finansiering,
Copenhagen Business School, CBS
E-mail: kb.fi@cbs.dk

Ken L. Bechmann er professor i finansiering ved Copenhagen Business School.

Jakobsen, Møller og Parum (2025) analyserer mere præcist skattesystemets betydning for kapitalmarkedslinjen, dvs. for belønningen for at påtage sig risiko. Dette kan virke som et lidt nørdet emne. Tænker man over det, og herunder læser artiklen, så vil man dog hurtigt indse, at det er et vigtigt, men i mange sammenhænge også underanalyseret, emne. Her har forfatterne blandt andet en pointe i forhold til, at meget finansieringsundervisning tager udgangspunkt i en 'perfekt verden' og i den forbindelse kun nævner, at denne forudsætning "ikke er opfyldt i praksis, og at de studerende skal inddrage eksempelvis transaktionsomkostninger og skatter, når de analyserer investering i 'den virkelige verden'. De studerende bliver imidlertid ikke trænet meget heri."

Skatten kan have meget stor betydning

Man behøver blot at følge lidt med i medierne for at finde eksempler på, at den skattemæssige behandling af forskellige investeringer kan spille en helt afgørende rolle for resultatet af disse investeringer. Et af de mere omtalte eksempler i nyere tid er i forbindelse med den såkaldte 'skatten fra helvede', hvor der blandt andet var eksempler på, som "Niels skal betale 22 millioner i skat for aktier, som kun er 1,6 millioner kroner værd: »Det er fuldstændig vanvittigt«: Mange iværksættere ender med store skatteregninger for penge, som de aldrig har tjent. Niels Buus er en [af] dem. Og han risikerer nu at miste flere millioner kroner.", jf. Berlingske (2023).

Der findes mange andre eksempler, fx beskatningen af kryptovaluta, forskellige typer investeringsforeninger samt unoterede og udenlandske aktier.

Jakobsen, Møller og Parum (2025) illustrerer med relativt simple eksempler, hvordan den velkendte kapitalmarkedslinje (Capital Market Line, CML) vil blive påvirket af skat. Eksemplerne viser, at kapitalmarkedslinjen i væsentlig grad kan blive påvirket af skattesystemet, og at det derfor er vigtigt at inddrage skat i investeringsbeslutninger.

Problemer med rådgivningen om skat

I forhold til rådgivning om skat har Jakobsen, Møller og Parum (2025) flere relevante betragtninger. Specielt fremhæves det, at skat er *”mest kompliceret for dem der har lille ekspertise og meget lidt skattemæssig rådgivning. Porteføljerådgivere, hvad enten det er porteføljerådgivere fra banker eller andre, vil ofte sige, at de ikke rådgiver ud fra skattemæssige overvejelser, og at kunden skal spørge sin revisor. Der er dog et tredobbelt problem:*

- *Mange kunder har ikke en revisor.*
- *Revisorer har stor forstand på skatteregler, men næppe stor ekspertise i de beskrevne problemstillinger, som kræver viden ikke alene om skat, men også om porteføljer og risiko.*
- *Selv hvis kunden kunne finde en god revisor med ekspertise på dette område, ville ekspertisen for mindre investorer være for dyr i forhold til den opnåelige gevinst ved at benytte revisorrådgivning.”*

Hertil kommer desværre, at der findes eksempler, hvor revisorer har ydet, hvad der viser sig at være forkert rådgivning. Rådgivningen er sikkert gjort efter bedste evne, men fordi skat på nogle punkter er så kompliceret, så sker det altså, at Skat har en anden opfattelse – og i mange tilfælde også i sidste ende får medhold ved domstolene.

I forhold til sidstnævnte er det et rigtigt godt spørgsmål, om dommerne i disse sager har den tilstrækkelig forståelse. Det har jeg ikke noget grundlag for at udtale mig om, men jeg kan konstatere, at der for tiden kører en til tider ophedet debat om, hvorvidt retssikkerheden er udfordret i skattesager.

Diskussionen er blandt andet rejst af professor i forvaltningsret Michael Gøtze. I en kronik skriver han, at *”Der blev i 2024 indbragt lidt under 500 skattesager. Langt de fleste blev anlagt af borgere. I disse søgsmål får Skatteministeriet i gennemsnit medhold – helt eller overvejende – i 92 pct. af sagerne... Og så er der de mulige forklaringer. Er tallene – helt enkelt – udtryk for, at borgerne har misforstået juraen, og at Skatteministeriet har gennemskuet de mange skatteregler? Nogle vil sige ja til det, men svaret er efter min opfattelse mere nuanceret. Skattemyndighederne har på et strukturelt plan vinden i ryggen ved domstolene. Domstolene ser sig ikke som den instans, som skal rokke ved skattemyndighedernes vurderinger.”*

Peter Loft, der er skattekonsulent og tidligere departementschef i Skatteministeriet, har deltaget i debatten på LinkedIn og har i forhold til kompleksiteten af skattereglerne udtalt, at *”Jeg kender ikke mange, der forstår skattereglerne. Det vil under mig, hvis en dommer, der i løbet af sin karriere formodentlig har ganske få sager af stærkt varierende indhold, kan.”*

Advokat Kurt Bardeleben (2025) har responderet på kritikken fra Michael Gøtze. Jeg vil ikke dømme i denne diskussion. Jeg finder det dog sigende, at man overhovedet har en sådan

diskussion mellem sagkyndige personer om retssikkerhed og om tilliden til Skat og skattesystemet.

Negative konsekvenser af kompliceret skat

Det ovenstående rejser således spørgsmål om, hvorvidt skattereglerne er så komplicerede, at det i nogle tilfælde kan være svært at få fyldestgørende og troværdig rådgivning herom – og i nogle tilfælde også kan udfordre tilliden til hele ”systemet”.

Det følgende vil kommentere på andre mulige uheldige konsekvenser af et kompliceret skattesystem. Inden der kommenteres på disse skal det for god ordens skyld nævnes, at man godt kan forstå, at der er en tendens til at skat eksempelvis af investeringer bliver kompliceret. Der findes mange og ofte komplicerede investeringsprodukter, der udvikler sig over tid blandt andet afhængig af, hvordan disse beskattes. For at lukke skattehuller (undgå såkaldt skattearbitrage) kan det være nødvendigt at tilpasse – og ofte øge – kompleksiteten af skattelovgivning.

På trods af dette er det også relevant at være opmærksom på de mulige negative konsekvenser, som et kompliceret skattesystem kan have for den enkelte private investor. Disse kan helt overordnet opdeles i tre forskellige ulemper: Manglende gennemsigtighed, Administrative byrder og Forkerte investeringer.

Manglende gennemsigtighed

Mange investorer kan have svært ved at forstå, hvorledes forskellige investeringsmuligheder i sidste ende bliver beskattet. Dette kan betyde, at investorer enten bliver ”lammede” på investeringsfronten, fordi de er usikre og ikke kan overskue skattebæsværet, eller fordi de er bange for at investere forkert.

Administrative byrder

Det er klart fra det ovenstående, at den øgede kompleksitet ikke kommer helt uden øgede administrative byrder og tilhørende omkostninger. Dette gælder både i forhold til rådgivning, aflægelse af regnskab og indsendelse af relevant dokumentation.

Det er dog her også vigtigt at bemærke, at disse administrative byrder findes ikke kun for den private investor. Disse vil også i høj grad haves for staten (skattemyndighederne), hvor komplekse regler medfører øgede udgifter til kontrol – og i sidste ende retssager, som nævnt i det ovenstående.

Forkerte investeringer

Det kan også betyde, at investorer ender med en helt forkert sammensat investeringsportefølje, hvor der måske er investeret for meget i de forkerte aktiver eller instrumenter fordi den skattemæssige behandling af disse aktiver er misforstået. Dette kan skævvride hele markedet, hvor prisfastsættelsen og efterspørgslen efter bestemte investeringsprodukter mere er drevet af skatrelaterede forhold end de reelle økonomiske karakteristika.

Komplicerede skatteregler kan også skabe en barriere, der reducerer muligheden for at tiltrække kapital eller har en negativ effekt på konkurrencen mellem forskellige investeringsprodukter. Hvis der generelt er tale om mange særlige danske skatteregler, kan det heller ikke udelukkes, at dette reducerer lysten og mulighederne for, at internationale investeringsforeninger (ETF'er) med lave omkostninger finder det danske marked attraktivt.

Konklusion

Jakobsen, Møller og Parum (2025) bemærker også, at ”Men noget tyder på at forenkling – uanset de politiske ønsker herom – ikke har spillet en afgørende rolle i udformningen af skattesystemet.” På trods af flere negative konsekvenser af et så kompliceret skattesystem, er det nok ikke realistisk at forvente, at skatten bliver forsimplet. Det tog eksempelvis flere år og mange politiske diskussioner at få ændret den omtalte ”skatten fra helvede”, og diskussionerne ser ud til at fortsætte, jf. senest ”Han stod til jackpot på medarbejderaktier – men har nu [skatte]gæld på 10 mio. kr.”, jf. Børsen (2025).

Det er derfor rigtigt og vigtigt, når Jakobsen, Møller og Parum (2025) konkluderer, at ”En finansieringsøkonom bør have en grundlæggende forståelse af, hvad skat kan betyde for kapitalmarkedslinjen, herunder specielt virkningen på hældning og form af kapitalmarkedslinjen.” Artiklens analyser er således en naturlig udvidelse af den teoretiske model, der traditionelt anvendes i undervisningens perfekte verden. Det er derfor håbet,

at artiklens analyser og pointer vil bidrage til finansieringsundervisningen.

Litteratur

- Bardeleben, Kurt Helles, 2025: *Domstolene er ikke et kasino, hvor man er garanteret en vinderchance*. Kronik, Børsen, 13. august 2025
- Børsen, 2025: *Han stod til jackpot på medarbejderaktier – men har nu gæld på 10 mio. kr.* Artikel, 5. juni 2025.
- Berlingske, 2023: *Niels skal betale 22 millioner i skat for aktier, som kun er 1,6 millioner kroner værd: »Det er fuldstændig vanvittigt«*. Artikel, 29. august 2025.
- Gøtze, Michael, 2025: *Skat har medvind ved domstolene, det er giftigt for borgerne*. Kronik, Børsen, 31. juli 2025.
- Jakobsen, Andreas, Michael Møller og Claus Parum, 2025: *En indføring i det danske skattesystems betydning for kapitalmarkedslinjen*. *Finans/Invest*, 4/25, s. 6-15. ■

RES: Redaktørens Executive Summary

En indføring i det danske skattesystems betydning for kapitalmarkedslinjen

Af: Andreas Jakobsen, Michael Møller og Claus Parum

Denne artikel giver læseren et grundlag til at vurdere et givet skattesystems betydning for kapitalmarkedslinjens udseende (belønningen for at påtage sig risiko). Et skattesystems indretning påvirker på forskellige måder kapitalmarkedslinjen, da skat påvirker både risiko og afkast. Skattesystemer er ofte asymmetriske, hvilket gør at kapitalmarkedslinjen kan blive en kurve med varierende hældning. Asymmetriske skattesystemer medfører en ændring af både afkastfordelingens skævhed og topstøjhed, hvilket betyder, at standardafvigelsen bliver et dårligt mål for porteføljens risiko, risiko-præmien efter skat falder og den effektive skat kan afvige betydeligt fra den nominelle skattesats. For investor er det efterskat risiko og afkast, der er relevant for beslutningstagningen. Det komplicerede danske skattesystem og dets påvirkning medfører, at rådgivere ofte viger tilbage fra at inddrage skat i investeringsrådgivningen, til skade for investorer. ■

Trade-off mellem illikviditetspræmie og rebalanceringspræmie: En porteføljeteoretisk analyse

Af: Christoph Junge

Denne artikel analyserer det teoretiske og praktiske trade-off mellem illikviditetspræmie og rebalanceringspræmie i institutionelle porteføljer. Mens illikvide aktiver historisk har tilbudt et attraktivt merafkast, medfører deres lave omsættelighed en begrænsning af investorens mulighed for at

rebalancere systematisk – og dermed opnå rebalanceringspræmien, som især i volatile og lavt korrelerede markeder kan være betydelig. På den anden side introducerer tilstedeværelsen af illikvide aktiver en mulig modvægt til såkaldt volatility drag – det forhold, at høj volatilitet reducerer porteføljens geometriske afkast. Gennem en kombination af teoretisk gennemgang, simulerede porteføljeeksampler og praktiske implikationer belyses, hvordan investorer kan balancere de modsatrettede hensyn til likviditet, fleksibilitet og afkast. ■

Selskabernes vederlagspolitik: Hvad siger de om anvendelsen af ESG-mål i ledelsesaflønnings?

Af: Ken L. Bechmann

I denne artikel analyseres de største børsnoterede selskabers vederlagspolitik for at undersøge, hvad disse siger om anvendelsen af ESG-mål i ledelsesaflønnings. Desværre ender artiklen hurtigt med et deprimerende svar: Ikke ret meget. Artiklen betragter derfor selskabernes vederlagsrapporter og resultaterne fra to spørgeundersøgelser. Baseret herpå kan det konkluderes, at ESG-mål aktuelt anvendes i omkring to ud af tre Large Cap-selskaber, men de indgår her som en relativt mindre del af ledelsesaflønnings. Det må dog forventes, at udbredelsen vil vokse fremadrettet. Endvidere viser resultaterne, at der ofte er tale om flere og ret forskellige ESG-mål. Baseret på disse resultater konkluderer artiklen derfor, at selskaberne af flere grunde bør forbedre informationskvaliteten af de offentliggjorte vederlagspolitikker. ■

EAIC 2025

European Alternative Investments Conference

Copenhagen 8 October



Juha Joenväärä
Aalto University
School of Business



Sina Timm, CFA
Oldendorff Carriers
GmbH & Co. KG.



Jeff Hooke
Johns Hopkins Carey
Business School



Brett Christophers
Dep. of Human Geo.
Uppsala University



Lars Froelund
European Innovation
Council

Tickets and info available at [CFA.dk](https://www.cfa.dk)

Sponsors:



LGT  CAPITAL PARTNERS



CAPITAL
FOUR

