

**Redegørelse
fra
arbejdsgruppen vedr.
indeksering af pengefordringer
december 1974**



ex 2

Betænkning nr. 732

København 1975

ISBN 87 503 1699 0

Fi 00,1-82-bet.

Indholdsfortegnelse

	Side
Indledning	11
Kapitel 1. <u>Sammenfatning af arbejdsgruppens over-</u> <u>vejelser</u>	15
Indeksfordringens princip og rentedannelsen	15
Beskatningsreglernes indflydelse på rente- vilkårene	18
Rentedannelsen for indeksfordringer	23
I hvilke tilfælde vil indeksslån være en for- delagtig finansieringsform?	27
Indeksfordringens påvirkning af en række samfundsøkonomiske forhold	30
Penge- og kreditpolitikken	32
Internationale kapitalbevægelser og indeks- lån	34
Pengeinstitutternes kreditformidling	35
Den skattemæssige behandling af indeksregu- lerede fordringer	37
Tinglysning af indeksregulerede lån med pant i fast ejendom	41
Indeksslån og lejelovgivningen	44
Indeksslån og realkreditlovgivningen	45
Indeksregulering i forsikringsselskaber og pensionskasser	46
Konkluderende bemærkninger	46

I. DEL.	GENERELLE FORHOLD VEDRØRENDE INDEKSLÅN	Side
Kapitel 2.	<u>Samfundsøkonomiske overvejelser vedrørende indekslån</u>	53
	Indekslånspåvirkning af den private opsparring	57
	Indekslåns påvirkning af investeringerne	60
	Skatteprovenu og opsparings/investeringsbalance	65
	Indekslåns indflydelse på den boligpolitiske problemstilling	67
	Indekslåns påvirkning af indkomst- og formuefordelingen	72
	Samlet vurdering af virkningen af indekslån	73
Kapitel 3.	<u>Renteforholdene for indekslån og traditionelle lån</u>	77
	Indledning og forudsætninger	77
	Rentens opdeling på forskellige elementer	77
	Beskatningsreglernes og prisstigningsforventningernes indflydelse på renteforholdene	82
	Lånegrænser og lånevilkår	91
	I hvilke tilfælde vil indekslån være en fordelagtig finansieringsform?	93
Kapitel 4.	<u>Penge- og kreditpolitikken og indekslån</u>	98
	Rentepolitikken	99
	Rentedannelsen på markederne for indeksregulerede og traditionelle fordringer ved ændringer i prisforventningerne	102
	Likviditetspolitikken	106
	Kreditpolitikken	107
	Introduktionsfasen	108
	Konklusion	109

	Side
Kapitel 5. <u>Internationale kapitalbevægelser og indekslån</u>	112
Baggrunden for internationale kapitalbevægelser	112
Indeksobligationer og internationale kapitalbevægelser	115
Konklusion	118
Kapitel 6. <u>Indekssystemet i pengeinstitutter og ved forsikringsvirksomhed</u>	123
Problemer ved kortfristet kreditformidling	123
Indeksregulering i forsikringsselskaber og pensionskasser	130
Kapitel 7. <u>Udenlandske erfaringer med indeksering af pengefordringer</u>	135
Indeksregulerede fordringer i <u>Finland</u>	136
Obligationsmarkedet	137
Indskud i pengeinstitutterne	139
Ophævelse af indeksreguleringen	140
Konklusion	141
Indeksregulerede fordringer i <u>Israel</u>	142
Indekslån og forholdet til kapitalmarkedet	143
Indekslån og renteniveau	144
Beskatningen ved indekslån	146
Konklusion	147
Indeksregulerede fordringer i <u>Brasilien</u> ..	147
Indeksreguleringsprincippets udbredelse	148
Virkninger af indeksregulering	151
Brasilianske erfaringer	152
Indeksreguleret opsparing i <u>England</u>	154

II. DEL.	INDEKSLÅN OG DET ENKELTE DEBITOR/KREDITOR FORHOLD	Side
Kapitel 8.	<u>Tinglysning af indeksregulerede lån med pant i fast ejendom</u>	159
	Kræver indeksregulerede pantebreve lov- hjemmel for at kunne tinglyses?	159
	Indeksregulerede pantebreve og efterståen- de panthaveres prioritetsstilling	160
	Oprykningsproblemer	160
	Ombytningsproblemer	161
	Rykningsklausuler	164
	Skadesløsbreve og ejerpantebreve	165
Kapitel 9.	<u>Den skattemæssige behandling af indeksre- gulerede fordringer</u>	167
	Beskatning af indekstillæg for langfri- stede fordringer, hvor der hverken fore- ligger næring eller spekulation	170
	Indicerer samtidig optagelse af langfri- stede traditionelle lån og ydelse af langfristede indeksslån spekulation?	171
	Beskatning af indekstillæg ved kortfri- stede fordringer	172
	Indekstillægs betydning for avanceop- gørelse ved køb og salg af aktiver	173
	Skal afskrivningsgrundlaget reguleres for aktiver, finansieret med indeksre- gulerede lån?	174
	Beskattes indekstillæg til en fordrings restgæld som særlig indkomst?	175
	Opgørelse af den skattepligtige formue .	176
	Stempling af indeksregulerede fordringer	176
	Arbejdsgruppens bemærkninger til den skattemæssige behandling af indeksregu- lerede fordringer	176
	Konkluderende bemærkninger	132

	Side
Kapitel 10. <u>Indekslån og lejelovgivningen</u>	183
Privat udlejningsbyggeri i kommuner med huslejekontrol	183
Privat udlejningsbyggeri i kommuner uden huslejekontrol	186
Almennyttigt byggeri	186
Konklusion	187
Kapitel 11. <u>Indekslån og realkreditloven</u>	188
Realkreditinstitutternes hjemmel til at yde indekslån	188
Lånegrænser	189
Vurdering af låneudmåling	191
Reserver	192
Konklusion	192
Kapitel 12. <u>Indekseringsmetode og reguleringsindeks</u>	194
Definition af fuld indeksering	194
Forskellige former for begrænset indek- sering	194
Alternativer til indeksering	197
Generelle krav til et reguleringsindeks.	197
Guld- og valutaklausul	199
Kreditors interesse	199
Debitors interesse	201
Boligpolitiske hensyn ved valg af indeks	203
Nogle problemer ved reguleringspristal- let	203
Antallet af reguleringsindeks	205

BILAG

side

Bilag a.	<u>Ydelser og restgæld på traditionelle lån og indekslån</u>	209
	Indledning	209
	Forudsætninger	211
	Bestemmelse af markedsrenten for indekslån ..	213
	Sammenligning af ydelser og restgæld	214
Bilag b.	<u>Eksempler på indeksregulerede pantebreve</u>	226
	Kommentarer til indholdet af de viste eksempler på pantebreve med indekssklausul	226
	Eksempel 1-9	228
Bilag c.	<u>Skattemateriale</u>	238
Bilag d.	<u>Boligmarked og finansieringsform</u>	260
	A. Ejerbolig og finansieringsform	260
	Boligandele. Regneeksempel	261
	Valg af finansieringsform	265
	Uforudset prisudvikling	267
	Ændrede prisforventninger	269
	Forskelle i effektiv disponibel realrente ..	271
	B. Lejerboliger og finansieringsform	275
	Lejer og finansieringsform	275
	Almennyttige boligselskaber	278
	Privat udlejningsbyggeri	281
	Appendiks 1	283
	Appendiks 2	293
Bilag e.	<u>Nogle indeks for pris- og indkomstudviklingen 1960-1974</u>	295

Bilag f.	<u>Litteraturliste</u>	304
Bilag g.	<u>Forslag til folketingsbeslutning om værdisikret</u> <u>(indeksreguleret) opsparing og finansiering</u>	306

Indledning.

I det den 8. februar 1974 fremsatte forslag til folketingsbeslutning om værdisikret (indeksreguleret) opsparring og finansiering (andre selvstændige forslag nr. XXVII, folketingsåret 1973-74 (2. samling, blad nr. 146¹⁾)) opfordredes finansministeren til at afklare de skattemæssige vilkår m.v. for indeksreguleret opsparring og finansiering efter nærmere skitserede retningslinjer.

Af de følgende drøftelser af forslaget i folketingets politisk-økonomiske udvalg fremgik, at indførelse af indeksreguleret opsparring og finansiering ville berøre flere samfundsvigtige områder. Det aftaltes derfor, at økonomiministerens skulle nedsætte en arbejdsgruppe med repræsentanter for boligministeriet, finansministeriet, handelsministeriet, justitsministeriet, økonomiministeriet, Danmarks Nationalbank og Det økonomiske Råds sekretariat med den opgave at udarbejde en redegørelse vedrørende de fordele og ulemper, der - såvel for det enkelte låneforhold som i samfundsøkonomisk målestok - knytter sig til indførelsen af indeksslån.

I gruppens arbejde har deltaget: følgende:

Sekretær Torsten Gersfelt	Danmarks Nationalbank
Fuldmægtig Aase Hellemann	Det økonomiske sekretariat
Fuldmægtig B. Ø. Jespersen	Justitsministeriet
Kontorchef Jørn H. Kjær	Danmarks Nationalbank
Kontorchef Viggo Lohse (formand)	Det økonomiske sekretariat
Sekretær Alexander Schaumann	Det økonomiske Råds sekretariat
Fuldmægtig Freddie Scheidig	Boligministeriet
Fuldmægtig Flemming Secher	Handelsministeriet
Fuldmægtig Christen Sørensen	Det økonomiske Råds sekretariat
Ekspeditionssekretær S. Rehling Sørensen	Statens Ligningsdirektorat

1) Forslaget med bemærkninger er gengivet som bilag g.

Fuldmægtig Peter Taarnhøj	Finansministeriet, Skattedepartementet
Konsulent, dr. polit. H. Uldall-Hansen	Finansministeriet, Budgetdepartementet
Ekspeditionssekretær	
C. Skau Wogensen	Finansministeriet, Skattedepartementet
Fuldmægtig Ole Zacchi (sekretær)	Det økonomiske sekretariat
Fuldmægtig Kristian Østergaard	Tilsynet med banker og sparekasser
Fuldmægtig Hans Aage	Det økonomiske sekretariat

Arbejdsgruppen har afholdt 51 møder og afsluttede sit arbejde den 11. december 1974.

Resultatet af arbejdsgruppens overvejelser fremlægges hermed.

Anvendte begreber.

De problemstillinger, som er behandlet i redegørelsen, har gjort det nødvendigt at anvende en række betegnelser, som ikke kan forventes at være almindeligt kendt.

Nedenfor følger en oversigt over de vigtigste af de anvendte udtryk med en forklarende tekst, der - i en noget forenklet form - gengiver det væsentlige af indholdet i de anvendte begreber:

Traditionelt lån:

Fordringsform, hvor rente og afdragsforløb fastlægges én gang for alle i bestemte kronebeløb.

Indekslån:

Fordringsform, hvor rente, afdrag og restgæld løbende justeres i overensstemmelse med udvikling i et aftalt: prisindeks.

Indekstillæg:

Opskrivning af den til enhver tid værende restgæld i overensstemmelse med udviklingen i det aftalte prisindeks.

Tidsprofil:

Udvikling i de årlige ydelser igennem lånets løbetid.

RENTEBEGREBER VED TRADITIONELLE FORDRINGER:

Nominel rente:

Den på fordringsdokumentet påtrykte rentesats = årligt renteaftak af en fordring, målt som procent af restgæld.

Direkte rente:

Nominel rente, målt i procent af fordringens kurs.

Effektiv rente:

Markedsrenten for traditionelle fordringer = direkte rente med et tillæg, der kan opfattes som årlig afskrivning på forskellen mellem pari og kurs.

Effektiv disponibel rente:

Effektiv rente korrigeret for skat.

Effektiv realrente:

Effektiv rente korrigeret for forventet prisudvikling.

Effektiv disponibel realrente:

Effektiv disponibel rente korrigeret for forventet prisudvikling = effektiv realrente korrigeret for skat.

RENTEBEGREBER VED INDEKSLÅN:

Nominel rente ("nominel indeksrente"):

Den på fordringsdokumentet påtrykte rentesats,
som anvendes på den til enhver tid værende restgæld
inkl. indekstillaæg.

Direkte realrente:

Noninel rente, målt i procent af fordringens kurs.

Effektiv realrente ("indeksrenten"):

Markedsrenten for indekserede fordringer =
direkte realrente med et tillæg., der kan opfattes
som årlig afskrivning på forskellen mellem pari og
kurs ved omsætning.

Effektiv disponibel realrente:

Effektiv realrente korrigeret for skat.

Kapitel 1.

Sammenfatning af arbejdsgruppens overvejelser.

1. I den følgende redegørelse er foretaget en vurdering af virkningen af indeksering af pengefordringer, idet arbejdsgruppen som en forudsætning er gået ud fra, at formålet med undersøgelsen især har været at belyse virkningen af, at realkreditinstitutternes og pengeinstitutternes nuværende virksomhed suppleres med kreditformidling på indeksvilkår.

Redegørelsen falder i to dele. I første del er foretaget en vurdering af generelle forhold vedrørende indeksfordringer og i anden del en vurdering af systemets virkning på det enkelte debitor/kreditorforhold.

Indeksfordrings princip og rentedannelsen.

2. Grundtanken med indeksering af fordringer er at sikre en kapitals realværdi (målt ved dens købekraft) gennem stadig justering i takt med prisudviklingen.

Værdisikring er i og for sig ikke noget nyt begreb her i landet. Det anvendes f.eks. ved aftægtsydelser og af og til i forbindelse med lejevilkår for jordarealer (jord-rentebrug). Endvidere har der, navnlig inden for de sidste par år, i nogle tilfælde været anvendt indeksering af pengefordringer med pant i fast ejendom. Eksempler herpå er vist i bilag b. Ligeledes må nævnes, at systemet anvendes i de særligt gunstige indeksskontrakter, der kunne tegnes indtil 1972.

I forbindelse med løbende ydelser uden for fordringsområdet har systemet langt større udbredelse - mest velkendt er dyrtidsregulering af lønninger og offentlige pensioner.

3. Det centrale ved indeksering af pengefordringer er, at der tilstræbes fast værdi af en kapital ved justering i takt med prisudviklingen.

Introduktion af indekssfordringer vil således gøre det muligt for kreditor og debitor at indgå låneaftaler med

fuldt kendskab til de reale lånebetingelser uanset prisforløbet i låneperioden.

For kreditor vil indeksering medføre, at lånekapital bliver værdifast på samme måde, som det ville være tilfældet ved stabile priser, eller som det i dag ofte forventes ved investering i fast ejendom eller aktier. Modstykket er naturligvis for debitor, at gæld bliver værdifast. Dette vil sige, at ydelsen på et annuitetslån ved konstant realindkomst vil udgøre en konstant andel af den løbende indkomst.

Denne udvikling står i stærk modstrid med, hvad der gør sig gældende for traditionelle pengefordringer, hvor ydelsen (ved annuitetsfordringer) er konstant målt i kroner. Prisstigninger medfører herved for kreditor, at kapitalens og ydelsernes købekraft forringes, og for debitor, at byrden gradvis reduceres målt i forhold til indtjeningen.

Dette forløb er naturligvis velkendt for såvel kreditor som debitor og må formodes at have givet sig udtryk i rentedannelsen (kursfastsættelsen), således at den effektive rente indeholder en kompensation for forventede prisstigninger. Afviger den faktiske prisudvikling fra den på lånetidspunktet forventede, vil de forudsatte reale lånevilkår imidlertid ikke blive opfyldt. Dette vil derimod være tilfældet ved indekserede fordringer uanset prisforløbet.

Som følge af den sikring af kapitalens og ydelsernes købekraft, som ligger i indekseringsprincippet, vil markedsrenten for indekslån (realrenten) ligge under markedsrenten for traditionelle fordringer (pengerenter..), forudsat almindelig forventning om stigende priser.

Disse forhold indebærer, at udviklingen i ydelserne (tidsprofilen) vil være forskellig for de to fordringstyper. Ydelsen for traditionelle fordringer vil ved annuitetsprincippet være konstant målt i kroner, men være aftagende i realværdi. Målt i kroner vil ydelsen på et indekslån med samme provenu i begyndelsen ligge under ydelsen for traditionelle fordringer, men vil derefter øges for til slut at ligge højere. I modsætning til forholdet ved traditionelle fordringer vil ydelsen målt i købekraft være konstant.

Kunne prisudviklingen forudsiges med sikkerhed, kunne man imidlertid opnå en bestemt ønsket tidsprofil - f.eks. en fast realværdi af ydelsen - uden brug af indeksering. Det fremgår således, at den ved indeksering skabte sikring mod uforudsete prisændringer er den principielle forskel mellem indekserede og traditionelle fordringer.

4. Principielt skulle forskellen i markedsrenten for indekslån og traditionelle lån svare til den værdiforringelse, der følger af den forventede prisstigningstakt i lånets afviklingstid. Dette er imidlertid en meget forenklet fremstilling.

Renten for indekslån og traditionelle lån dannes på kapitalmarkedet som et fællesudtryk for mange elementer, hvoraf forventningerne om den fremtidige prisudvikling kun er et enkelt, og hvor denne forventning vil variere fra person til person.

I den økonomiske litteratur har det da heller ikke vist sig muligt at eftervise nogen præcis sammenhæng mellem prisstigningsforventninger og renten på traditionelle fordringer, idet det bl.a. er vanskeligt at fastslå, hvad den typiske prisstigningsforventning er på et givet tidspunkt.

Begrebsmæssigt kan renten på traditionelle lån nok opsplittes på en række elementer såsom godtgørelse for at vente, risikopræmie og den nævnte prisstigningskompensation, men disse elementer vil have forskelligt indhold for de enkelte parter på kapitalmarkedet, og yderligere vil værdien af disse elementer være stærkt påvirket af, at beskatningsforholdene varierer fra markedsdeltager til markedsdeltager.

En given markedsrente for traditionelle lån dækker altså over, at det reelle udbytte (eller den reelle byrde) - den effektive disponible realrente (dvs. den effektive rente korrigeret for beskatning og prisforventning) - varierer alt efter individuelle prisforventninger og beskatningsforhold.

Sammenhængen mellem markedsrenten på traditionelle lån og indekslån er således væsentligt mere kompliceret, end

man måske umiddelbart skulle vente, og den individuelle vurdering af, hvilken lineform der er mest fordelagtig, vil være afhængig af flere forhold.

Såfremt forskellen i renten for indekslån og traditionelle lån, korrigeret for skat, imidlertid svarer til prisforventningerne, vil det sige, at nutidsværdien af de fremtidige ydelser er den samme for de to låretyper, og kreditor og debitor behøver ved valget alene at foretage en afvejning mellem på den ene side lav øjeblikkelig ydelse og sikker købekraft i fremtiden og på den anden side høj øjeblikkelig ydelse og usikker købekraft i fremtiden.

Forudsættes samme afdragsprincip for de to låretyper, er kreditors fordel ved indekslån således knyttet til bevarelse af købekraften af kapital og ydelse, og prisen for denne garanti er en lavere ydelse i starten. Debitor opnår på sin side en øjeblikkelig lavere ydelse af indekslån end ved traditionelle lån, men prisen herfor er en opskrivning af restgæld og ydelse i takt med det aftalte justeringsgrundlag.

Beskatningsreglernes indflydelse på rentevilkårene.

5. Markedsrenten på indekslån vil ligesom for traditionelle lån blive bestemt på kapitalmarkedet som et fællesudtryk for mange individuelle kreditors og debitors præferencer. Blandt elementerne i den enkelte låagivers og låntagers valg mellem de to fordringstyper vil naturligvis primært indgå en sammenligning af renteforholdene på baggrund af forventningerne med hensyn til prisudviklingen. For denne sammenligning vil skatteforholdene imidlertid være af afgørende betydning.

Såfremt indekstillægget (dvs. kompensationen for, at afdrag og restgæld påvirkes af prisudviklingen) beskatningsmæssigt behandles som en renteydelse, vil forskellen mellem renten af et indekslån og et traditionelt lån under forudsætning om markedsmæssig ligevægt alene svare til de typisk forventede prisændringer.

Dersom indekstillægget ikke indgår som et led i fastsættelsen af den skattepligtige indkomst, vil debitor i en

situation, hvor der kan vælges mellem traditionelle fordringer og indekserede fordringer, imidlertid forlange, at renteforskellen yderligere giver kompensation for tabt skattefradrag af indekstillæg. Kreditor kan på sin side - i en valgsituation - være villig til at acceptere dette, da han på langt sigt ikke vil være ringere stillet end ved køb af en traditionel fordring.

Forholdet er anskueliggjort i det i tabel 1.1 givne eksempel, der med tilnærmelse viser situationen for fordringer uden kurstab.

Det fremgår af tabellen, at hvis indekstillægget ikke indgår i den skattepligtige indkomst, bliver udbyttet eller byrden efter skat betydelig større (kol.3) end i en situation, hvor summen af komponenterne før skat er den samme, men hvor indekstillægget indgår i den skattepligtige indkomst (kol. 2). For at debitor skal kompenseres for manglende fradragsret i den skattepligtige indkomst, må der ske en

Tabel 1.1. Årligt udbytte eller byrde af traditionelle og indekserede fordringer under forskellige skattemæssige forudsætninger.

pct. p.a.	Traditionel fordring	Indeksfordring		
		Indekstillæggets skattemæssige stilling i indkomstfastsættelsen		
		medregnes	medregnes	ikke
	(1)	(2)	(3)	(4)
Realrente	11	11	11	0,5
Prisstignings- kompensation, Indekstillæg	7	7	7	7
Markedsrenten ...	18			
Markeds- renten for indeks- lån + indekstillæg		18	18	7,5
Heraf skattepligtig(18)		(18)	(11)	(0,5)
60 pct. skat	10,8	10,8	6,6	0,3
Udbytte eller byrde efter skat	7,2	7,2	11,4	7,2

(betydelig) reduktion i markedsrenten på indeksfordringer. I eksemplet medfører debtors manglende fradragsret for indekstillægget således (forudsat 60 pct. marginalskat), at realrenten må reduceres fra 11 pct. p.a. til 3,5 pct. p.a. (kolonne 4), for at byrden skal være den samme af et traditionelt lån og et indeksslån, når prisstigningen (indekstillægget) forventes at blive 7 pct. p.a.

Det fremgår således, at selv om uibyttet eller byrden efter skat er den samme på de to fordringstyper, vil relationerne mellem de konstaterede markedsrenter variere betydeligt, alt efter den skattemæssige behandling af indekstillægget.

Forskellen imellem renten på traditionelle lån og indeksslån må derfor ikke alene afspejle en forskel, der svarer til prisstigningsforventningerne, men også en forskel, der kan henføres til den uensartede beskatning af prisstigningskompensationen. Den omstændighed, at der på markedet optræder forskellige beskatningsgrupper, og at de renteforskelle, der (for en given prisforventning) skaber balance mellem indeksregulerede og traditionelle fordringer, er stærkt forskellige fra gruppe til gruppe, vanskeliggør imidlertid en vurdering af den skattebetingede renteforskels størrelse på markedet.

Under alle omstændigheder vil de skattemæssige forhold få betydelig indflydelse på rentedannelsen og dermed for, i hvilket omfang indeksslån vil blive anvendt. I det følgende redegøres for arbejdsgruppens forudsætninger om beskatningsforholdene.

6. I kapitel 9 er foretaget en gennemgang af beskatningsreglerne for indekserede fordringer sammenlignet med traditionelle fordringer.

Det fremgår heraf, at beskatningsreglerne vedrørende indeksfordringer må udledes ved fortolkning af det nugældende skattesystem, som helt overvejende tager sigte på traditionelle fordringer, og at der hverken i lovbestemmelser eller administrativ praksis kan hentes nogen fuldt dækkende vejledning med hensyn til beskatningen af indekserede fordringer.

De nugældende regler er kun på to områder af en sådan karakter, at man med nogenlunde sikkerhed kan udlede, hvilke regler der vil gælde for indekserede fordringer.

Den første hovedregel er, at renten af en indekseret fordring altid vil indgå ved fastsættelsen af den skattepligtige indkomst, og at begrebet rente vil blive opfattet som den i låneaftalen anførte rentesats anvendt på restgælden, justeret efter den aftalte indekseringsfaktor (f.eks. reguleringspristallet).

Den anden hovedregel er, at såfremt indekstillægget til en fordring fremkommer som led i næring (dvs. handel med fordringer), vil indekstillæg indgå i opgørelsen af den skattepligtige indkomst som en indtægt eller omkostning.

Mens der ikke er tvivl om beskatningsregler for renteindtægter, er der således kun faste regler for beskatning af indekstillæg (dvs. opskrivning af den til enhver tid værende restgæld) hos den, som har udstedt eller erhvervet fordringen som led i næring. I alle andre tilfælde har arbejdsgruppen været henvist til at søge gældende bestemmelser og administrativ praksis overført fra traditionelle fordringer til indeksfordringer.

Gennemgangen - som der nøjere vil blive redegjort for senere i sammenfatningen - har vist, at man for langfristede fordringers vedkommende med en vis sikkerhed kan drage paralleller fra de gældende regler om beskatning af kurstab og kursgevinst. Derimod står man på næsten bar bund, når man skal vurdere beskatningsreglerne for kortfristede låneforhold.

7. Forudsætningerne om beskatningsforholdene for indekstillæg for langfristede fordringer hviler som nævnt bl.a. på en parallelisering fra de nugældende regler om beskatning af kurstab eller -gevinst.

Med det forbehold, at gældende ret ikke er endelig afklaret, jfr. kapitel 9, er arbejdsgruppen nået til den opfattelse, at indekstillæg, når det drejer sig om langfristede fordringer uden for næring, ikke vil indgå ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst.

Er den langfristede fordring fremkommet som led i næring, vil indekstillægget derimod som nævnt indgå i opgørelsen af den skattepligtige indkomst.

8. Vedrører indekstillægget en kortfristet fordring, står man uden sikkert grundlag for vurdering af reglerne, men den nuværende administrative praksis peger i retning af, at indekstillæg til en fordring med en løbetid under to år skal medregnes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst.

Fremkommer indekstillægget som led i en forpligtelse påtaget i forbindelse med finansiering af en erhvervsvirksomheds løbende drift, tyder en del på, at ligningsmyndighederne vil anse indekstillægget som en driftsudgift og dermed fradragsberettiget.

Som det fremgår af gennemgangen i kapitel 6 om indekssystemet og pengeinstitutternes virksomhed, vil en sådan fortolkning kunne få meget betydelige konsekvenser for det skattepligtige indkomstgrundlag, idet det vil medføre, at indekstillæg for indlån i pengeinstitutterne kan arrangeres, således at indekstillæg ikke vil blive beskattet, mens indekstillæg i forbindelse med driftskreditter til erhvervene vil være fradragsberettiget.

Reglerne synes endvidere at føre til, at pengeinstitutterne kan modtage indlån på indeksvilkår og ved relativt enkle rentejusteringer eller begrænsninger i indekseringsforpligtelsen risikofrit anvende indlån på indeksvilkår til udlån på traditionelle vilkår. Da kun rentebeløbene vil indgå i den skattepligtige indkomst, vil der være betydelig forskel

på de renteindkomster, der kommer til beskatning af de lavt forrentede indeksindlån, og de renteudgifter, der vil være fradragsberettigede ved de højt forrentede traditionelle udlån.

Dette sammenstød af forskellige beskatningsforhold kan resultere i en mærkbar reduktion i grundlaget for det offentliges skatteudskrivning, og arbejdsgruppen er gået ud fra, at en sådan udnyttelse af skattereglerne ikke vil kunne accepteres, jfr. punkt 22-25.

Rentedannelsen for indeksfordringer.

9. I kapitel 3 (og bilag a) er der nøjere redegjort for de elementer, der vil påvirke rentedannelsen på indekserede fordringer sammenlignet med traditionelle fordringer. Overvejelserne hviler på de foran anførte forudsætninger om beskatningsforholdene, hvis betydning for rentedannelsen allerede er anskueliggjort ved det primitive eksempel i punkt 5.

Beskatningsforhold og prisstigningsforventninger er de væsentligste elementer ved vurdering af renten på indeksfordringer sammenlignet med traditionelle fordringer. Som allerede nævnt dækker begrebet rente imidlertid tillige over andre elementer, hvoraf navnlig må nævnes risikogodtgørelse og egentlig godtgørelse for at stille kapital til rådighed for andre.

Det er kun begrebsmæssigt muligt at opspalte renten i disse elementer. Dette følger bl.a. af, at markedsrenten, som den f.eks. konstateres ved de daglige noteringer på fondsbørsen, dækker over mange individuelle vurderinger af prisstigningstendenser og risikobetragtninger vedrørende den fremtidige kursudvikling. Hertil kommer, at beskatningsforholdene varierer stærkt lige fra skattefrie fonde til personer med høje marginalskatte. Som følge af disse forskelle i beskatningsforholdene vil det forhold, at indekstillaet ved langfristede fordringer som hovedregel er indkomstopgørelsen uvedkommende, få forskellig betydning afhængigt af kreditors/debitors skatteforhold.

Begrebet "effektiv disponibel realrente" - dvs. den effektive rente korrigeret for beskatning og prisstigningsforventning - varierer derfor fra person til person. Dette er en af grundene til, at man må vente, at indekserede fordringer, såfremt de introduceres, ikke vil fortrænge traditionelle fordringer, men at man vil få et marked, hvor begge fordringsformer findes.

Uanset at de enkelte elementer i renten næppe i praksis kan kvantificeres, vil det være nyttigt at anskueliggøre sammenhængene ved hjælp af det regneeksempel, der er opstillet i bilag a, hvor formålet har været under bestemte forudsætninger at beskrive tidsprofilen i ydelse og restgæld ved indekslån og traditionelle lån. I dette eksempel er elementerne:

Effektiv rente af traditionelt lån	17,4 pct. p.a.
- korrektion for 60 pct. skat af direkte rente	-9,0 - -
Effektiv disponibel rente	8,4 pct. p.a.
- korrektion for prisstigningsforventning ...	-7,7 - -
Effektiv disponibel realrente	0,7 pct. p.a.

Under disse forudsætninger med hensyn til beskatning og prisstigningsforventninger vil udgangspunktet for en vurdering af indeksrenten herefter være:

Effektiv disponibel realrente	0,7 pct. p.a.
+ korrektion for 60 pct. skat	1,2 - -
Effektiv realrente (indeksrenten)	1,9 pct. p.a.

Det fremgår af eksemplet, at indeksrenten vil ligge meget væsentligt under den effektive rente af traditionelle fordringer. Forskellen er betydelig større end svarende til prisstigningsforventningen. Denne ekstra forskel kan henføres til, at debitor for at betragte indekslån som et alternativ til traditionelle fordringer vil kræve en kompensation

i form af lavere rente, fordi justering af restgæld (indekstillæg) ikke vil berettige til skattemæssige fradrag, sådan som det er tilfældet, når inflationskompensationen indgår som et af elementerne i rentedannelsen.

Man kan udtrykke det på den måde, at fordi debitor ikke kan opnå den subsidiering via skattefordel, som han vil få, når prisstigningselementet er et led i selve rentebegrebet, må han opnå en godtgørelse hos kreditor i form af lavere rente. Kreditor kan på sin side være villig til at nøjes med den lavere rente, hvis indekstillægget ikke skal medregnes i den skattepligtige indkomst.

Det fremgår heraf, at indekslån for en kreditor er et acceptabelt alternativ, såfremt *han* er skattepligtig, samt at fordelene ved, at indekstillæg ikke er skattepligtig indkomst for en kreditor, vil øges med stigende marginalskat. Det omvendte vil være tilfældet for en debitor; her vil indekslån være fordelagtigst ved lav marginalskat, fordi den økonomiske gevinst ved, at renteudgifter er fradragsberettiget ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst, er relativt begrænset.

Da der naturligvis kun vil findes én markedsrente på hvert af de to markeder følger heraf, at tilstedeværelsen af to markeder vil tillade markedsdeltagere, hvis beskatningsforhold afviger fra de grupper, der har skabt ligevægt, at opnå bedre vilkår, end hvis der kun findes ét marked.

10. Som anført er det vanskeligt at vurdere, hvor renten af indekserede fordringer vil placere sig, når markedet for indeksfordringer er blevet etableret i tilstrækkeligt omfang, men en vis vejledning kan man måske hente i, at renteniveauet i perioder, hvor prisstigningerne var lave (som f.eks. i 30'erne) og derfor næppe har haft større betydning for rentedannelsen, lå omkring 4-5 pct. Denne periode var imidlertid samtidig kendetegnet af lav økonomisk vækst og en dermed følgende begrænset kreditefterspørgsel, ligesom marginalbeskatningen var væsentlig lavere end nu.

Sammenfattende må man formode, at markedsrenten på indeksobligationer under normale kreditforhold vil ligge på et niveau af størrelsesordenen 4-5 pct. p.a. (Hertil svarer, med kurser omkring pari, 1,6-2 pct. p.a. i disponibel realrente ved en marginalskatteprocent på 60). For en långiver/låntager med ikke helt beskedne prisstigningsforventninger og samme beskatningsforhold har den effektive disponible realrente i flere perioder været mindre og endog negativ på traditionelle fordringer.

I det lange løb vil en tilstand ned mærkbart højere effektiv disponibel realrente af indeksobligationer end af traditionelle obligationer imidlertid næppe være holdbar, og det må derfor antages, at den på grund af større gennemsigtighed forøgede indeksrente til en vis grad vil smitte af på renten af traditionelle obligationer. Indførelse af indeksobligationer må med andre ord ventes at ville gøre markedet mere prisstigningsbevidst, end det tilsyneladende har været tilfældet i den lange periode, hvor der kun har været mulighed for traditionel låntagning og placering. I det omfang, en sådan tendens slår igennem, vil resultatet blive et højere renteniveau også for traditionelle obligationers vedkommende.

Rentedannelsen vil endvidere afhænge af nogle betydelige kreditor- og debitorgruppers valg af fordringsform. På kreditorsiden kan nævnes livforsikringsselskabernes placeringer, der vil være bestemt af omfanget af deres indekserede forsikringsforpligtelser. På debitor siden vil meget afhænge af, om almenyttigt byggeri vil komme til at anvende indeksfinansiering.

11. I det foregående er for langfristede fordringers vedkommende alene diskuteret rentevilkårene for obligationslån, dvs. overvejende lån ydet af realkreditinstitutterne.

Introduktion af indeksslån må imidlertid antages at få en følgevirkning dels på størrelsen af realkreditinstitutternes lån, dels på vilkårene for lån med pantesikkerhed efter indeksslån.

Opskrivningen af restgælden vil således sandsynligvis føre til, at realkreditinstitutterne bliver mere forsigt-

tige i deres låneudmåling, og at den del, som realkreditinstitutterne finansierer af ejendommens reelle anskaffelsespris (dvs. ekskl. kurstab), følgelig mindskes.

Ejerne vil derfor være henvist til at øge egenkapitalen eller optage større private lån, hvilket i sig selv sandsynliggør en højere gennemsnitlig lånerente, ligesom risikoen for en opskrivning af realkreditinstitutternes pant i ejendommen uden tvivl vil medføre en skærpelse af lånevilkårene for private lån.

Disse forhold leder frem til, at introduktion af indekslån efter en overgangsfase sandsynligvis vil føre til, at den reelle byrde ved belåningens betjening - set over lånets samlede løbetid - vil øges i forhold til det traditionelle finansieringssystem, hvor i de senere år den reale rentebyrde, dvs. efter korrektion for skat og den stedfundne prisstigning, har været meget lav eller endog negativ.

I hvilke tilfælde vil indekslån være en fordelagtig finansieringsform?

12. I kapitel 2 og kapitel 3 er foretaget en gennemgang af, hvilke grupper af låntagere der må antages at anse indekslån som et rimeligt eller gunstigt alternativ til traditionelle lån.

Det må her fremhæves, at en af debitorfordelene ved indekslån ligger i, at tidsprofilen er anderledes end for traditionelle lån, idet ydelsen i begyndelsen af lånets afviklingstid er lavere end for traditionelle lån og derefter gradvis nærmer sig denne for i slutningen af lånets løbetid at ligge over ydelsen for traditionelle lån. Hertil kommer, at debitor ved indekssystemet sikrer sig mod, at prisstigningerne bliver mindre end forudset (mens kreditor omvendt sikrer sig mod en uforudset forøgelse af prisstigningstakten).

Disse egenskaber ved indekslån indebærer for debitor, at det først og fremmest er ret langvarige låneforhold, der er egnet for finansiering med indekslån (for kreditor betyder dette på den anden side samtidig, at der må være rimelig sikkerhed for, at pantets værdi giver dækning for opskrivning af restgælden.).

Det må dernæst nævnes, at indeksslån på grund af de særlige tinglysningsmæssige problemer, der er omtalt i kapitel 8, ikke vil være velegnet til at glide ind som erstatning for et indfriet lån, der er placeret forud for andre lån.

Disse forhold medfører, at indeksslån først og fremmest vil være et anvendeligt alternativ ved finansiering af nyinvesteringer med ret lang levetid - og rimelig værdifasthed - samt i tilfælde, hvor der kan ske refinansiering af hele lånekapitalen, eller hvor et lån kan placeres sidst i prioritetsrækken, f. eks. i form af sælgerpantebreve.

Med disse kriterier som grundlag fremgår det, at indekssystemets område først og fremmest vil blive boligbyggeriet og de dele af erhvervsinvesteringerne, som er af rimelig langfristet og værdifast karakter. Man har, som nærmere redegjort for i kapitel 6 og 9, set bort fra, at der i større omfang kan blive tale om kortfristet finansiering efter indekssystemet.

12. Med disse antagelser som grundlag (jfr. kapitel 2 og 3) er arbejdsgruppen nået til den opfattelse, at indeksfinansiering vil være et alternativ til traditionel belåning for almennyttigt boligbyggeri. Det kan dog næppe antages, at indeksrenten vil blive så lav, at indeksfinansiering vil repræsentere nogen omkostningsmæssig fordel sammenlignet med de nugældende finansieringsformer, suppleret med de i boligforliget forudsatte subsidier.

Et eventuelt fremtidigt privat udlejningsbyggeri vil derimod næppe være interesseret i at anvende indeksslån, idet beskatning af hele lejeindtægten kombineret med små fradragsberettigede renteudgifter og store ikke-fradragsberettigede afdrag betyder større skattebyrde.

For det private parcelhusbyggeri (og ejerlejligheder), der udgør langt den overvejende del af det samlede boligbyggeri, vil vurdering af indeksslån være knyttet til de generelle beskatnings- og prisstigningsafvejninger, men hertil kommer som et særligt element, at den lave begyndelsesydelse ved indeksslån kan være en selvstændig tilskyndelse, selv om beskatnings- og prisstigningsafvejning isoleret set tilsiger at vælge traditionel finansiering.

For erhvervenes vedkommende kan man pege på landbrugets finansiering, herunder først og fremmest landbrugets ejerskifter. Her synes indekslån umiddelbart anvendelige, men det må erindres, at tinglysningsmæssige forhold og pantesikkerheden for eksisterende lån kan vanskeliggøre en større udbredelse af indekslån bortset fra muligheden for indekslån sidst i prioritetsrækken, f. eks. i form af sælgerpantebreve, eller i situationer med fuldstændig udskiftning af pantegæld.

Byerhvervenes faste investeringer afskrives normalt over en så kort periode, at indeksfinansiering næppe kan tænkes at få større udbredelse på dette område. En undtagelse er måske kontorejendomme og butikcentre. Der kan her tænkes lån med ret lang løbetid, således at der i en relativt lang tid kan ventes en lavere ydelse end for traditionelle lån.

14. Som et område, hvor indekslån kan finde anvendelse, må endvidere nævnes kommunernes og de selvejende institutioners låntagning.

For kreditorer vil sådanne lån blive betragtet som risikofrie.

Hvorvidt specielt kommunerne rent faktisk vil anvende indekslån, er imidlertid afhængig af en politisk vurdering i de enkelte tilfælde, idet fordele og ulemper vil være knyttet til bl.a. overvejelser om fordele ved øjeblikkeligt lave behov for skatteindtægter over for ulemperne ved at indbygge en nødvendig stigning i skatteprovenuet i fremtiden. Det må dog tilføjes, at beskatningsgrundlaget (indkomsterne) typisk vil stige mere end de indeksregulerede ydelser. Hertil kommer, at kommunerne ikke er bundet til en bestemt afdragsform, men har mulighed for at optage indekslån med en faldende afdragsprofil, hvis man ønsker en afvikling som ved traditionelle lån.

Det kan forekomme uheldigt, at en kommune ved at optage indekslån i stedet for traditionelle lån medvirker til formindskelse af det offentliges skatteindtægter. Dette beror på, at långivere, der beskattes af renteindtægt, men ikke af kursgevinster, betaler mere i indkomstskat af renteafkast, af traditionelt udlån end af renteafkast af udlån på indeksbasis. Samme synspunkt vil kunne anlægges over for eventuelle lån på indeks-

vilkår optaget af staten eller statsinstitutioner under de forudsatte beskatningsforhold for indekstillaeg.

Indeksfordringsers paavirkning af en raeke samfundsokonomiske forhold.

15. Som tidligere naevnt kan grundtanken ved indeksering af fordringer sammenfattes saaledes:

Kreditors fordel ved indekslaan er knyttet til bevarelse af koebkraften af kapital og ydelse, og prisen for denne garanti er en lavere ydelse i starten.

Debitor opnaar pa sin side en ojeblinkelig lavere ydelse af laanene end ved traditionelle laan, men prisen herfor er en opskrivning af restgaeld og ydelse i takt med det aftalte justeringsgrundlag.

Disse egenskaber har vaeret i centrum for tanken om indekslaan som en modvaegt mod kraftige prisstigningers paavirkning af tilbøjeligheden til at spare op i pengeform, mod den høje rentes paavirkning af begyndelsesydelsen og mod uforudsete prisændrings forskellige virkning pa kreditors og debtors indkomst-udvikling efter laaneaftalens indgaelse (debitor "vinder" og kreditor "taber" pa inflationen).

16. Den gennemgang, der i kapitel 2 er foretaget af indekslaans mulige paavirkning af opsparing, investering, skatteprovenu, den boligpolitiske problemstilling og de fordelingsmaessige forhold, er praegat af, at der for hvert enkelt omraade har kunnet konstateres modsat rettede virkninger. En praecis afvejning af disse forhold har kun i enkelte tilfaelde vaeret mulig, men gennemgangen kan alligevel vaere et nyttigt bidrag i den videre diskussion i den forstand, at man ma fastsla, at indekslaan kan loese nogle problemer, men samtidig giver anledning til, at nye ma ventes at ville opsta.

Indeksloan kan pa den ene side som folge af den aendring i ydelsernes tidsprofil, som denne laaneform indebaerer, foere til større forbrug og investering.

Pa den anden side betyder den sikkerhed for den finansielle opsparings realvaerdi, som indekslaan garanterer, at efterspørgslen efter varige forbrugsgoder og boelig i flere tilfaelde enten udsaettes eller mindskes.

For så vidt angår opsparings investeringsbalancen kan der således peges på forhold, som trækker i hver sin retning. Hertil kommer, at en vurdering af udviklingen i opsparings investeringsbalancen må forudsætte en stillingtagen til udformningen af den økonomiske politik, herunder finansieringen af det almennyttige byggeri, lejeværdi af ejerbolig, skatteregler m.m., en stillingtagen arbejdsgruppen har måttet afstå fra. I denne forbindelse er der særlig grund til at pege på de legale muligheder for skatteunddragelse, som allerede findes med det nuværende skattesystem, men som vil blive forstærket ved introduktion af indekslån.

Den boligpolitiske problemstilling vil - udover virkningen på investeringsudviklingen - blive påvirket på forskellig måde.

Anvendes indekslån i det almennyttige byggeri, og bliver indeksrenten lav, vil dette medføre, at man kan undgå de i boligforliget indeholdte kapital- og rentetilskud, hvilket medfører en øjeblikkelig aflastning af statsbudgettet. På længere sigt vil denne aflastning imidlertid modsvares af nedgang i skatteprovenu af renteindtægter.

For det private udlejningsbyggeri vil introduktion af indekslån næppe betyde nogen fordel i forhold til det nuværende system.

Problemerne omkring de forskellige lejeniveauer i nye og ældre udlejningsejendomme vil få en noget anden karakter, men ikke forsvinde.

Man vil stort set kunne undgå huslejespændinger inden for det indeksfinansierede byggeri. Derimod vil man ikke kunne undgå huslejespændinger i forhold til den meget store ældre boligmasse, der er finansieret med traditionelle lån. I denne sammenhæng må det tages i betragtning, at lejen i indeksfinansieret byggeri først efter 10-15 år - især afhængig af prisudviklingen - vil overstige den leje, der ville blive resultatet under fortsat traditionel finansiering, jfr. bilag d.

Dette vil enten stille krav om justering af lejen i den ældre boligmasse, hvis man ønsker det fælles lejeniveau bestemt af det indeksfinansierede byggeri (og dermed rejse problemet om, hvem lejestigningen skal tilfalde) - eller nødvendig-

gøre subsidier til indeksfinansieret byggeri, hvis man ønsker lejeniveauet bestemt af det ældre traditionelt finansierede byggeri.

Introduktion af indeksslån vil i fordelingsmæssig henseende ændre udviklingen i indkomster og formuer for kreditorer og debitorer, således at man undgår den nuværende situation, hvor der sker væsentlige omfordelinger mellem kreditorer og debitorer ved prisændringer, der ikke var forudset ved låneaftalernes indgåelse.

Den fordelingsmæssige problemstilling vil herudover især være påvirket af den ændring i finanspolitikken og den øvrige økonomiske politik, som introduktion af indeksslån eventuelt giver anledning til via systemets indflydelse på opsparings/investeringsbalancen.

Penge- og kreditpolitikken.

17. Af gennemgangen i kapitel 4 af penge- og kreditpolitikken og indeksslån fremgår det, at med hensyn til den pengepolitiske styring af likviditetsudviklingen og kreditgivningen synes tilstedeværelsen af såvel et marked for traditionelle fordringer som et marked for indeksregulerede fordringer stort set ikke at give anledning til problemer.

18. Med hensyn til de pengepolitiske myndigheders styring af renteudviklingen må det antages, at denne i en ret lang periode fremover fortsat navnlig vil rette sig mod pengerenten.

Specielt hvad angår påvirkningen af pengeinstitutternes rentesatser via Nationalbankens diskonto- og øvrige udlånsrentesatser, synes tilstedeværelsen af indeksregulerede ind- og udlån i pengeinstitutterne ikke - ud fra en pengepolitisk synsvinkel - at rejse noget behov for en fravigelse af det hidtil anvendte system med en nominel fastsættelse af disse satser. Dette gælder i særlig grad, da det korte marked fortsat må antages at blive domineret af traditionelle fordringer. Det må dog tilføjes, at selve eksistensen af et marked for indeksfordringer vil medføre, at markedskræfterne vil trække i retning af større følsomhed over for ændringer i prisforventningerne og

dermed eventuelt nødvendiggøre ændringer i de nominelt fastsatte rentesatser mere i overensstemmelse med prisforventningerne på kort sigt, end tilfældet er i øjeblikket.

Til en vis grad vil der herved blive tale om en selvregulerende effekt, idet prisforventningerne typisk - f. eks. i en situation med efterspørgselspres - vil trække renten i den pengepolitisk ønskelige retning. Hvis myndighederne i en given situation omvendt ikke ønsker, at ændrede prisforventninger slår igennem i pengeinstitutternes (traditionelt fastsatte) rentesatser, vil eksistensen af et indekssmarked kunne øge vanskelighederne ved at realisere en sådan rentepolitik.

For så vidt angår påvirkningen af den lange rente via Nationalbankens kurspleje, hvorved der søges opnået en dæmpning af kursudsvingene fra dag til dag samt en begrænsning af afvigelserne mellem i øvrigt ensartede papirer, synes den nye situation med to markeder ikke at give anledning til principielle vanskeligheder, forudsat man overlader bestemmelsen af rente-niveauet på de to markeder og renteforskellen mellem disse til markedskræfterne.

Endelig kan det, i en situation, hvor de indeksregulerede fordringer overvejende er langfristede og udgør en ikke ubetydelig del af det lange marked, spille en rolle for rentepolitikken, at ændringer i den korte pengerente måske ikke i samme omfang som under det nuværende system vil slå ud i den lange rente.

19. Et særligt problem i relation til penge- og kreditpolitikken opstår i den fase, hvor de indeksregulerede fordringer - specielt sådanne med lang løbetid (indeksregulerede obligationer) - skal introduceres. Da man må vente et ringe udbud i denne fase i forhold til efterspørgslen, vil indeksrenten til at begynde med kunne blive meget lav sammenlignet med niveauet på længere sigt. Blandt midlerne til at imødegå en sådan udvikling kan nævnes den mulighed at undgå udstedelsen af fordringer med meget lang løbetid i denne fase gennem udstedelse af forholdsvis kortfristede indeksfordringer, der så senere - når indeksrenten er kommet højere op - kan ombyttes med langfristede indeksfordringer. Et sådant arrangement: vil dog støde an mod debitorinteressen.

En anden mulighed for at tilfredsstille en stor éngangsefterspørgsel efter indeksfordringer vil foreligge, dersom de almenyttige boligselskaber fik adgang til og interesse i at ombytte traditionelle lån i de seneste årgange almenyttigt byggeri med indeksslån.

En tredje mulighed ville være, at nationalbanken i denne fase foretog modgående køb og salg af henholdsvis traditionelle obligationer og indeksobligationer udstedt af stat eller nationalbank. Ved en sådan intervention ville de pengepolitiske myndigheder imidlertid blive tvunget til at tilkendegive deres vurdering af den sandsynlige prisudvikling på længere sigt.

Internationale kapitalbevægelser og indeksslån.

20. Gennemgangen i kapitel 5 af, hvorledes introduktionen og tilstedeværelsen af indeksregulerede obligationer påvirker kapitalbevægelserne mellem Danmark og udlandet, tyder for de anlægsprægede udenlandske køb og salg på, at en isoleret dansk etablering af et marked for indeksregulerede obligationer i sig selv vil medføre en kapitalimport, bl.a. i'ordi disse obligationer vil give en vis sikring over for fremtidige valutakursændringer i nedadgående retning. Af samme grund vil valutaudlændinges anlægsprægede placeringer i indeksobligationer i perioder med valutauro være mere stabile end deres anlægsplaceringer i traditionelle obligationer, hvor risikoen for tilbagesalg øges i disse situationer.

Men også beskatningsforholdene, herunder ikke mindst forskelle fra land til land med hensyn til beskatningen af de forskellige renteelementer, kan komme til at spille en rolle for valutaudlændinges interesse for indeksregulerede obligationer som anlægsobjekt. Det forhold, at en lang række af de valutaudlændinge, der i dag placerer på det danske obligationsmarked, må antages at være skattefrie, vil nok betyde en vis reduktion i interessen for anlægskøb af indeksregulerede obligationer, hvis renteforholdene bliver som skitseret i kapitel 3. Dette gælder ikke mindst i introduktionsfasen, hvor indeksrenten må ventes at blive relativt lav.

Det er således vanskeligt at forudsige størrelsen af valutaudlændinges anlægsprægede køb af indeksobligationer, ikke mindst på længere sigt.

For valutaudlændinges mere spekulativt prægede køb og salg af obligationer synes der derimod ikke at være tvivl om, at tilstedeværelsen af et dansk marked for indeksregulerede obligationer vil øge omfanget af disse transaktioner og dermed virke destabiliserende. Årsagen hertil er dobbelt. Dels vil udvidelse af antallet af fordringsgrupper på de finansielle markeder altid øge mulighederne for uligevægt typerne imellem og dermed spekulationsmulighederne. Dels vil indeksregulerede obligationer på en langt mere direkte måde, end tilfældet er i dag, bringe prisforventningselementet - som er et usikkerhedselement - ind i rentedannelsen, hvilket også vil øge spekulationsmulighederne.

Kurserne på indeksfordringer vil i introduktionsfasen, hvor indeksrenten er lav, ligge relativt højt for så efterhånden at falde, svarende til den stigende indeksrente. Dette vil antagelig betyde, at introduktionsfasen isoleret set ikke vil have megen interesse i relation til valutaudlændinges køb af indeksregulerede obligationer.

Skulle udlændinges køb af indeksregulerede obligationer udløse kapitalbevægelser af en sådan størrelse, at disse bliver en trussel imod de indenlandske økonomisk-politiske målsætninger, kan det blive nødvendigt at opnå en undtagelsesstilling i henhold til EF's kapitaldirektiver og OECD's kapitalkode og indføre midlertidige restriktioner over for udlændinges køb af indeksobligationer.

Pengeinstitutternes kreditformidling.

21. Gennemgangen i kapitel 6 af pengeinstitutternes eventuelle kreditformidling på indeksvilkår har afdækket en række problemer, der også kan få betydelig virkning i andre henseender. Disse forhold hænger snævert sammen med opgørelsen af pengeinstitutternes skattepligtige indkomst sammenholdt med de beskatningsregler, der - jfr. punkt 22-25 om beskatningsforhold - tegner sig for indekstillæg for indlån af en varighed på over to år.

Indekstillægget vil for pengeinstitutterne være et omkostnings- eller indtjeningselement på linie med rente og vil indgå på samme måde som en omkostning eller indtægt i opgørelsen af den skattepligtige indkomst. Forudsat, at det særlige risikoelement ved indekseringsforpligtelsen for pengeinstitutterne kan fjernes eller begrænses, vil det derfor være pengeinstitutterne underordnet, på hvilke vilkår ind- og udlån foregår. Samme forhold gør sig gældende for de ikke-skattepligtige pengeinstitutter.

For pengeinstitutternes kunder vil situationen være anderledes, idet indekstillæg ved indskud på omkring 2 års varighed muligvis vil blive betragtet som formuejustering og dermed indkomstopgørelsen uvedkommende.

For udlån synes det sandsynligt, at indekstillæg i beskatningsmæssig henseende vil blive betragtet som en driftsudgift og derfor fradragsberettiget ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst, såfremt det drejer sig om udlån til finansiering af erhvervsvirksomheders løbende drift.

Denne forskelligartede behandling af indekstillæg i beskatningsmæssig henseende åbner mulighed for, at der hos pengeinstitutternes indlånere kan ske en transformation af skattepligtige indkomster til formuejusteringer, uden at der sker en tilsvarende reduktion i de fradragsberettigede udgifter hos pengeinstitutternes låntagere. Resultatet vil blive en reduktion af beskatningsgrundlaget, der kan blive af betydelige dimensioner. Hvor stort dette tab vil kunne blive, er vanskeligt at vurdere og afhænger - foruden af den præcise afgrænsning af de typer af mellemværender, for hvilke myndighederne vil acceptere at anvende de nævnte skattevilkår - af den mængde indlån, som indskyderne vil være villige til at binde for en så lang periode som to år.

Til belysning af det mulige tab i skatteprovenu kan anføres, at indskud i banker og sparekasser på over 3 måneders opsigelse andrager ca. 20 mia. kr. Det kan naturligvis ikke forventes, at hele denne indskudsmasse vil blive overført til konti med mindst 2 års opsigelse, men til gengæld vil de gunstige vilkår, som vil kunne opnås, måske tilskynde til, at også en del indskud med kortere opsigelsesvarsel end 3 måneder overføres til sådanne konti. Under alle omstændigheder vil det potentielle tab af beskatningsgrundlag kunne blive betydeligt, især i en

situation, hvor en person på samme tid kan optage et lån på traditionelle vilkår og placere midlerne på indekssvilkår.

Den skattemæssige behandling af indeksregulerede fordringer.

22. Anvendelsen af indeksregulerede ydelser har været kendt i mange år, men typisk i form af aftægtsydelser eller livrenter, hvor reglerne om beskatning hviler på fast lovgrundlag og indarbejdet praksis.

Indeksering af låneforhold er derimod af så ny dato, at der ikke findes udtrykkelige lovmæssige beskatningsregler. Indeksregulerede låneforhold adskiller sig endvidere på så mange punkter fra de traditionelle gældsforpligtelser, at de for disse gældende beskatningsregler kun i et vist omfang er direkte anvendelige på indeksfordringer.

I kapitel 9 er foretaget en vurdering af den hidtidige sparsomme praksis og en bedømmelse af, hvilken beskatningsmæssig behandling der kan udledes af de gældende bestemmelser.

Det må imidlertid understreges, at den fortolkning af lovbestemmelser og nugældende administrativ praksis, man har foretaget, hviler på en formodning om, hvorledes ligningsmyndigheder og domstole vil fortolke de nugældende regler i relation til indekserede fordringer. Der hersker på mange områder stor tvivl om reglernes anvendelighed. Resultatet kan derfor blive anderledes end her formodet, og det vil efter arbejdsgruppens opfattelse under alle omstændigheder være hensigtsmæssigt, at der snarest tilvejebringes et lovmæssigt grundlag for den administrative praksis med hensyn til beskatning af indekserede fordringer.

Med dette forbehold synes følgende regler at tegne sig ved analogisering med forholdet ved traditionelle fordringer:

Indekstillæg til en langfristet fordrings restgæld vil

- i tilfælde, hvor der ikke foreligger næring eller spekulation
- som hovedregel være uden betydning for opgørelsen af den skattepligtige indkomst. Den endnu sparsomme praksis er således for disse fordringer i overensstemmelse med de regler, der blev foresat i det socialdemokratiske-radikale forslag til folketingsbeslutning om værdisikret (indeksreguleret) opsparing og finansiering af 8. februar 1974.

Dette må også antages at gælde for fordringer med relativt kort løbetid (f. eks. omkring 2 år), dersom indekstillaæg først kommer til udbetaling ved fordringens forfald eller som led i en aftalt afvikling.

Er fordringen derimod formelt af kortfristet karakter, vil indekstillaæg sandsynligvis blive betragtet som led i det skattepligtige indkomstgrundlag.

Forudsætningerne om beskatningsforholdene for indekstillaæg for langfristede fordringer hviler bl.a. på en analogisering fra de nugældende regler om beskatning af kurstab eller -gevinst. Arbejdsgruppen er imidlertid ikke ganske overbevist om, at denne overførsel af reglerne om kursgevinst og kurstab er helt rimelig. Dette hænger bl.a. sammen med, at indekstillaæget for debitor og kreditor typisk vil have en større værdi end kurstab eller -gevinst.

23. Generelt indebærer tilstedeværelsen af forskellige beskatningsprocenter og det forhold, at indekstillaæg til en fordrings restgæld for nogle skattegrupper er opgørelsen af den skattepligtige indkomst uvedkommende, at det i visse tilfælde kan være fordelagtigt at optage traditionelt forrentede lån til køb af indeksfordringer eller omvendt.

Principielt er der ingen forskel på arrangementer af denne art: og de transaktioner, der i forvejen kan foretages på det traditionelle marked, f.eks. ved optagelse af højtforrentede lån til køb af lavtforrentede fordringer til underkurs i tilfælde, hvor kursgevinster ikke indkomstbeskattes. Ved indførelse af indeksslån sker der blot en udvidelse af området for opnåelse af skattemæssige fordele, ligesom de mulige gevinster øges i væsentlig grad. Hertil skal dog bemærkes, at gevinsten ved en kombination af de to lånetyper ikke vil være sikker, idet den afhænger af prisudviklingen.

I kapitel 3 har man vurderet rentedannelsen på markedet for langfristede lån således, at der for personer, som indkomstbeskattes af renteindtægter, men som ikke er skattepligtige af indekstillaæg, vil være balance mellem det forventede nettoafkast af traditionelle og indeksregulerede fordringer.

Under sådanne forudsætninger vil summen af rente på indeksslån og (forventet) indekstillæg typisk være lavere end den traditionelle rente.

En sådan rentekonstellation vil med fordel kunne udnyttes af banker, vekselerere og andre, der erhvervsmæssigt formidler lån, og som i konsekvens heraf formentlig vil have fradragsret for indekstillæg. De pågældende kreditformidlere vil nemlig på det lange marked kunne optage indeksslån til køb af traditionelle fordringer, hvorved der opnås en renteindkomst, som er større end udgiften til rente og indekstillæg.

Muligvis vil personer m.v., der skattemæssigt karakteriseres som "spekulanter", kunne opnå en tilsvarende fordel. Det må dog for denne gruppes vedkommende afgøres i de enkelte tilfælde, hvorvidt det underliggende forhold medfører, at indekstillæg bliver fradragsberettiget.

I hvor høj grad de omhandlede beskatningsvilkår vil påføre det offentlige tab via mindsket beskatningsgrundlag, vil afhænge af det omfang, i hvilket mulighederne udnyttes. Man må her tage i betragtning, at kredsen af personer m.v., som har skattemæssig fradragsret for indekstillæg på langfristede lån, er begrænset til de nævnte kreditformidlere - eventuelt suppleret med spekulantgruppen - ligesom udnyttelsesgraden begrænses af mulighederne for at stille sikkerhed for optagne indeksslån. Risikoen for, at den særlige rentekonstellation på det lange marked skal blive udnyttet i større omfang, er ved forhold af ovennævnte art næppe så stor, at der af den grund kan være anledning til at ændre de regler, man har antaget må gælde for beskatning af indekstillæg ved langfristede anbringelser.

Arbejdsgruppen er derimod gået ud fra, at der i givet fald vil blive grebet ind over for en mere systematisk udnyttelse af mulighederne for opnåelse af gevinster gennem transaktioner, der kun har skattebesparelser for øje. Dette vil især kunne forekomme i tilfælde, hvor en person har kontrol over både debitor- og kreditorsiden af låneforholdet, og hvor kravet om sikkerhed derfor er mindre tungtvejende.

Også - og især - på det korte marked vil det forhold, at indekstillæg ikke beskattes hos alle skatteydere, kunne give anledning til særlige skattefordele af væsentligt omfang. I denne forbindelse kan der peges på, at det for formidlere af

kort kredit (pengeinstitutter, vekselerere m.v.) er uden betydning, om ind- og udlån sker på traditionel eller indekseret basis, når blot renten af traditionelle lån er lig med summen af rente og indekstillæg på indeksslån, idet den skattemæssige behandling under de to låneformer er ens for pengeinstitutterne. Disse kreditformidlere vil således kunne "transformere" skattefrit indekstillæg til fradragsberettiget renteudgift. Med den forudsatte rentekonstellation vil indskyderne typisk kunne opnå en skattemæssig gevinst ved at foretage indekserede indlån, idet en væsentlig del af det årlige afkast her optræder i form af skattefrit indekstillæg, jfr. kapitel 6.

Man er foran gået ud fra bestemte - men ikke samme - rentekonstellationer på det lange og det korte marked, hvilket indebar mulighed for, at en gruppe skatteydere kunne have fordel af at foretage transaktioner på det lange marked ((vekselerere m.v.)) mens en anden gruppe kunne opnå tilsvarende fordel på det korte marked (indskydere i pengeinstitutterne). En ændring gående ud på, at forskellen mellem renten af traditionelle og indekserede lån bliver en anden end antaget, betyder imidlertid ikke, at problemerne mindskes. En sådan ændring resulterer blot i, at skattegevinsten fordeles på en anden måde.

En mulig løsning på de nævnte skattemæssige problemer er, at indekstillæg altid skal indgå ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst for de berørte kreditor- og debitorgrupper, altså behandles på linie med rente.

En bestemmelse, der tager sigte herpå, vil føre til, at indeksrenten for langfristede lån bliver mærkbart højere i forhold til den traditionelle rente end forudsat i kapitel 3. Følgen heraf vil blive en udjævning af tidsprofilen for ydelserne på indeksslån, hvilket for debitorerne betyder en mindre fordel end den, man har regnet med i kapitel 2 og bilag d. Endvidere vil beskatning af indekstillæg medføre, at der ved placering i indeksfordringer ikke opnås sikkerhed for værdifast anbringelse.

En anden mulighed, hvorved dog ikke alle de skattemæssige problemer løses, er, at indekstillaig altid skattemæssigt anses for indkomstopgørelsen uvedkommende.

24. Det kan yderligere påpeges, at beskatningsreglerne for indekslån vil kunne få konsekvenser for kursforholdene for aktier og dermed for muligheden for finansiering via aktieudstedelse. Under det nuværende system er det løbende effektive udbytte af aktier meget lille sammenlignet: med den effektive rente af traditionelle obligationer.

Åbnes der mulighed for, at realkreditinstitutterne udsteder indeksobligationer, hvor indekstillæg til restgæld ikke medregnes til den skattepligtige indkomst, vil det medføre, at interessen for aktier falder, med deraf følgende kursfald.

Såfremt indekstillæg til en restgæld ikke beskattes, synes det derfor nærliggende at tage reglerne om beskatning af kursgevinster ved aktier op til fornyet overvejelse.

Bestemmer man sig omvendt til, at indekstillæg skal medregnes i den skattepligtige indkomst eller omfattes af reglerne om særlig indkomstskat, vil det være nærliggende at overveje det rimelige i, at kursgevinster ved traditionelle pengefordringer normalt ikke er underkastet beskatning.

25. Det fremgår således, at overvejelserne om videre udbredelse af indekslån medfører betydeligt behov for, at beskatningsreglerne for indekstillæg og kursgevinster eller -tab på traditionelle fordringer underkastes grundige overvejelser, uanset om indekslån indføres på det organiserede penge- og kapitalmarked eller ej. En tilbundsgående undersøgelse af disse beskatning smæssige forhold har ligget uden for arbejdsgruppens opgave, men arbejdsgruppen finder det afgørende nødvendigt at pege på de problemer, der er afdækket ved gennemgangen af den praksis, som er begyndt at danne sig omkring beskatning af indekstillæg.

Tinglysning af indeksregulerede lån med pant i fast ejendom.

26. I kapitel 8 er foretaget en gennemgang af, hvorvidt tinglysningsmæssige bestemmelser kan begrænse anvendelsen af indekserede pantebreve.

Det fremgår heraf, at der i princippet intet er til hinder for tinglysning af indekserede pantebreve. Der er da også navnlig i de sidste år lyst et begrænset antal pantebreve. I bilag er gengivet nogle eksempler herpå. Det er dog klart, at tinglysningslovgivningen er opbygget på grundlag af traditionelle fordringer og ikke på indekserede fordringer, hvis restgæld kan øges udover de oprindeligt tinglyste nominelle beløb.

De problemer, der herved opstår i forbindelse med anvendelse af indekserede pantebreve, gør sig navnlig gældende i forbindelse med spørgsmålet om oprykningsret for pantebreve, efterhånden som de foranstående lån afvikles, samt mulighederne for at foretage ombytning med lån af en anden form end oprindeligt anvendt.

27. Medens der ikke ses at være noget til hinder for, at et efterstående pantebrev, der indeholder sædvanlig oprykningsklausul, rykker op, når et foranstående indekspantebrev indfries til et forud bestemt tidspunkt, består der en vis usikkerhed, om hvorvidt der kan vedtages oprykningsret i forhold til et indekspantebrev, efterhånden som dette afdrages, jfr. tinglysningslovens § 40, stk. 3, 1. punkt.

Da de tidsbestemte afdrag ifølge et indekseret pantebrev er fikseret realt, er der grund til at antage, at der kan vedtages oprykningsret i forhold til et sådant pantebrev. Uvisheden omkring afdragenes nominelle størrelse sammenholdt med, at de efterstående panthavere i indekspantebrevets første løbetid kan blive skubbet ned i stedet for at rykke op, bevirker imidlertid, at dette spørgsmål ikke kan besvares med sikkerhed. Da det herefter må anses for usikkert, om denne del af oprykningsbestemmelsen kan finde anvendelse i forhold til indekspantebreve, bør der efter arbejdsgruppens opfattelse i tilfælde af, at indekss lånesys ternet får en mere almindelig udbredelse, foretages en afklaring af oprykningsspørgsmålet gennem en ændring af tinglysningslovens § 40.

28. Ved ombytning forstås, at pantsætter samtidig med, at han indfrier et pantebrev, har ret til med samme prioritet at give panteret for et tilsvarende beløb til en anden panthaver, jfr. tinglysningslovens § 40, stk. 1.

Ved ombytning mellem de her omhandlede forskellige lånetyper vil der kunne opstå problemer vedrørende ombytningspantebrevets prioritetsstilling. Dette gælder navnlig ved ombytning af traditionelle pantebreve med indekspantebreve. Ombyttes et traditionelt pantebrev med et indekspantebrev af samme størrelse, får indekstillæg udover det nominelle ombytningsbeløb prioritet efter de efterstående panthavere på ombytnings tidspunktet. Dette skyldes, at de efterstående panthavere kun skal respektere et beløb i "almindelige kroner" på forprioriteten.

Hertil kommer, at de efterstående panthavere, der har oprykkningsret, har krav på at rykke op i samme omfang som efter det indfrie pantebrev. Da det i praksis ikke vil være muligt i ombytningspantebrevet at fastsætte en afdragsordning, der er identisk med afdragsvilkårene ifølge det tidligere pantebrev, kan efterpanthaveren, såfremt ombytningspantebrevet viser sig at indeholde en langsommere afdragsordning end det tidligere pantebrev, gøre henstandsreglerne i tinglysningslovens § 40, stk. 3, gældende, hvorved han opnår en stilling, der svarer til, hvad han kunne opnå gennem oprykning.

Da efterpanthaveren har en forventning om at rykke op i overensstemmelse med de oprindelige afdragsvilkår i forprioriteten, kan det endvidere ikke ganske udelukkes, at domstolene ud fra friere overvejelser vil nå til det resultat, at efterpanthaverens oprykkningsret bevirker, at ombytningspantebrevet i tilsvarende omfang skubbes ned bag de efterstående panthavere. En lovregulering af dette forhold forekommer hensigtsmæssig, hvis indekslånesystemet får videre udbredelse.

29. Som nævnt har arbejdsgruppen til grund for sine vurderinger af problemerne i forbindelse med indekssystemet bl.a. som materiale anvendt de i bilag b gengivne pantebreve med indeksklausuler.

Arbejdsgruppen finder grund til at understrege, at man ikke på grundlag af det enkelte pantebrevs vilkår er i stand til at vurdere, om de økonomiske konsekvenser af indekseringen er rimelige. En sådan vurdering forudsætter kendskab til kurs, ejendommens værdi og pantebrevets sikkerhedsmæssige placering.

Det fremgår i øvrigt af pantebrevene, bl.a. at indekseringsmetoden kan være ufuldstændig belyst, at der ikke er taget stilling til» hvilken virkning det måtte få, såfremt et bestemt indeks ikke længere beregnes, og at der ikke er taget stilling til, hvorledes restgælden skal opgøres, hvis der uden for de fastlagte terminer sker ekstraordinære afdrag eller indfrielse.

Såfremt indekslån får videre udbredelse, er der efter arbejdsgruppens opfattelse behov for oplysning om, hvilke spørgsmål der bør tages stilling til ved affattelse af indeks-pantebreve.

Indekslån og lejelovgivningen.

30. I kapitel 10 er foretaget en gennemgang af lejelovgivningen med henblik på en vurdering af, i hvilket omfang indeksering af en ejendoms belåning og den deraf følgende regulering af huslejen vil kunne gennemføres efter de gældende lovbestemmelser sammenholdt med de i medfør af boligforliget i juni foreslåede lovændringer.

Den gældende lejelovgivning for privat udlejningsbyggeri i kommuner med huslejekontrol indeholder et generelt forbud imod gennemførelse af lejeforhøjelser i henhold til kontraktbestemmelser om lejeregulering efter pristal eller lignende. Dette forbud gælder kun i de (70) kommuner, som har huslejekontrol, men her er langt den overvejende del af udlejningsbyggeriet beliggende. Forbudet blev indført i 1967.

I det forslag til lov om ændring af lov om midlertidig regulering af boligforholdene, der blev fremsat den 2. oktober 1974, foreslås, at lejen for hus eller husrum, som ikke hidtil har været benyttet, ikke må overstige et beløb, der kan dække de nødvendige driftsudgifter og en passende afkastning af den kapital, der med rimelighed er medgået til ejendommens opførelse. Dette indebærer, at huslejen i almindelighed vil kunne regule-

res således, at den til enhver tid dækker de faktiske prioritetsydelse på de i forbindelse med byggeriet optagne lån. Der skulle herved være skabt baggrund for finansiering af nyt privat udlejningsbyggeri med indeksslån, uanset at forbudet mod indeksregulering af huslejen efter lovforslaget opretholdes for boliglejemål i områder med huslejekontrol. Det kan dog næppe tænkes, at den omkostningsbestemte leje også kan omfatte kompensation for, at udlejeren ikke opnår skattemæssig fradragsret for indeksregulerede afdrag på de optagne lån, jfr. kapitel 2 og bilag d.

I kommuner uden huslejekontrol vil den gældende lejelovgivning næppe være til hinder for finansiering med indeksslån. Her har udlejeren mulighed for ved pristalsregulering eller på anden måde løbende at justere lejen, og den eneste begrænsning heri er, at lejen skal stå i et rimeligt forhold til det lejedes værdi.

I det almennyttige byggeri fastsættes huslejen i princippet således, at den til enhver tid dækker omkostningerne ved ejendommens drift, herunder prioritetsydelse, og reglerne om lejefastsættelse indebærer således ingen hindring for, at dette byggeri kan finansieres med indeksslån.

Indeksslån og realkreditlovgivningen.

31. Ved lov af 10. juni 1970 om realkreditinstitutter blev der med bestemmelsen i § 17, stk. 1, skabt lovhjemmel for realkreditinstitutterne til med tilsynsmyndighedens godkendelse at yde lån på andre vilkår end som annuitets- eller serie-lån. Hensigten hermed var at forbedre mulighederne for, at andre og mere smidige låneformer kunne prøves i praksis. Blandt de i bemærkningerne til lovforslaget angivne eksempler på låneformer, som bestemmelsen i § 17, stk. 1, tager sigte på, nævnes udtrykkeligt indeksregulerede lån.

Af den i kapitel 11 foretagne vurdering af lovgivningens mere specielle bestemmelser fremgår det imidlertid, at der i visse henseender er behov for en justering og tilpasning, så fremt indekserede realkreditlån anvendes i mere end ganske begrænset omfang.

For så vidt angår lovens maksimale lånegrænser og reservekrav, kan der måske være grunde til en skærpelse ved indeksslån.

Endelig er der behov for en afklaring og teknisk tilpasning af de i medfør af loven fastsatte bestemmelser om vurdering og låneudmåling, for at disse skal kunne anvendes ved udmåling af indeksslån.

Indeksregulering i forsikringsselskaber og pensionskasser.

32. Det fremgår af beskrivelsen i kapitel 6, at der for forsikringsselskaberne ikke vil være større tekniske problemer forbundet med indførelse af indekssystemet, men systemets praktiske anvendelse vil være betinget af, at selskaberne kan være sikre på at opnå balance mellem aktiver og passiver på indeks-vilkår. Gennemførelse af indeksregulering af ydelser i henhold til forsikrings- og pensionskontrakter vil formentlig ikke nødvendiggøre en ændring af lovgivningen på området, men nærmere bestemmelser om sådanne kontrakter skal optages i forsikringsselskabernes tekniske grundlag og i pensionskassernes vedtægter, og ændringer i disse skal godkendes af forsikringsrådet.

Det fremgår endvidere af bemærkningerne i kapitel 6, at indeksregulering af livsforsikringer og ydelser fra pensionskasser kun kan gennemføres, hvis der ydes garanti for, at forsikringsselskaberne og pensionskasserne til enhver tid kan købe de indeksregulerede fordringer, der er behov for, eller hvis der i aftalerne om indeksregulering indføres en klausul om adgang til med et vist varsel at ophæve eller begrænse indekseringen.

Det bemærkes endelig, at der ved indekserede forsikringsordninger allerede fra tidspunktet for policens tegning vil blive tale om væsentlig højere præmier end ved forsikringsordninger af traditionel art, men til gengæld om en værdifast forsikringssum.

Konkluderende bemærkninger.

33. Den foranstående gennemgang har vist, at indekssystemet rent teknisk kan fungere - og i enkelte tilfælde er anvendt - inden for de eksisterende lovmæssige rammer. Skal systemet imidlertid få videre praktisk udbredelse, bør der på en række områder især inden for skattelovgivningen, tinglysningslovgivningen sejt leje- og realkreditlovgivningen ske nøjere præcisering af indeksfordringers retslige stilling.

Indeksfordringers påvirkning af en række samfundsøkonomiske forhold er som udgangspunkt blevet vurderet ud fra gældende lov og administrativ praksis, idet arbejdsgruppen ikke har taget stilling til indholdet af mulige lovændringer. Den gennemgang af de samfundsmæssige konsekvenser af indeksslån, der er foretaget i denne redegørelse, må derfor modificeres i det omfang, der sker mere indgribende ændringer i lovgivningen.

Etablering af låneforhold, baseret på indekssystemet, gør det muligt for långiver og låntager at indgå låneaftaler med fuldt kendskab til de reale lånebetingelser uanset prisudviklingen i låneperioden. Man må antage, at denne sikring mod uforudsete prisændrings indvirkning på de reale lånevilkår af mange vil blive betragtet som en klar fordel - for låntagerne dog betinget af, at deres realindkomstudvikling kan forudsiges med en vis sikkerhed. For låntagerne indebærer systemet yderligere den fordel, at ydelserne på indeksregulerede annuitetslån i begyndelsen af afviklingstiden vil ligge lavere - men til gengæld i slutningen højere - end på et tilsvarende traditionelt lån. Dette svarer til en mere jævn fordeling af de reale ydelser over lånets løbetid, end det er tilfældet ved låntagning på traditionelle vilkår.

Det er endvidere arbejdsgruppens opfattelse, at en af virkningerne af indekssystemets videre udbredelse vil være, at der opnås en højere grad af gennemsigtighed på kapitalmarkedet. Som anført i kapitel 2 og 3 har nettoafkastet af obligationer og indlån i pengeinstitutterne næppe været tilstrækkeligt til opretholdelse af de pågældende aktivers realværdi under de senere års kraftige prisstigninger. Som følge af den udskilning af prisstigningskompensationen, som finder sted ved indeksslån, må det antages, at der her - ud over kompensation for prisstigningerne - i det mindste bliver tale om en vis positiv forrentning. Det er arbejdsgruppens opfattelse, at en sådan positiv realrente for indeksfordringer vil medføre en tendens til, at også renteniveauet for traditionelle fordringer bliver højere på grund af, at markedet bliver mere prisbevidst.

Med et renteniveau af den i kapitel 3 nævnte størrelsesorden vil der for det almennyttige byggeri ikke være nogen

fordel ved indeksfinansiering sammenlignet med traditionel finansiering under anvendelse af de nugældende og foreslåede regler for rente- og kapitaltilskud. Indførelse af indekssystemet på dette område indebærer imidlertid en besparelse for det offentlige, dersom ordningen medfører bortfald af subsidierne. Der er dog - som nævnt i kapitel 2 - tale om en kortfristet gevinst, idet det offentlige ved indeksfinansiering af det almennyttige byggeri mister et skatteprovenu, der kapitaliseres af samme størrelsesorden som de sparede subsidier.

Det private udlejningsbyggeri vil af skattemæssige grunde næppe være interesseret i anvendelse af indeksslån, hvorimod ejere af parcelhuse, ejerlejligheder og fritidshuse vil kunne drage fordel af den gunstige tidsprofil for ydelserne på indeksslån sammenlignet med traditionelle lån.

Der vil heri kunne ligge en tilskyndelse til øget investering i ejerboliger, men forhold, der peger i modsat retning, gør, at man på længere sigt næppe kan påvise nogen tendens til større eller mindre samlet investering som følge af indekssystemets anvendelse. Heller ikke for udviklingen i den samlede opsparing har man kunnet drage nogen fast konklusion.

Spørgsmålet om beskatningsforholdene indtager en central plads ved vurderingen af indekserede låneforhold. Der hersker på dette område en betydelig usikkerhed, hvorfor arbejdsgruppen har måttet tage udgangspunkt i fortolkninger, der hviler på analogisering ud fra forholdene ved traditionelle fordringer. Arbejdsgruppen er imidlertid af den opfattelse, at disse fortolkninger må underkastes en nøjere undersøgelse med henblik på lovgivning, og dette uanset om indekssystemet indføres på det organiserede marked eller ej. Dette er så meget mere nødvendigt, som analysen har vist, at de forudsatte skatteregler anvendt på indekserede fordringer i endnu højere grad end ved det nuværende finansieringssystem kan give mulighed for forvridninger med det resultat, at der sker en utilsigtet reduktion i beskatningsgrundlaget og det offentliges skatteprovenu. Dette vil være særlig tydeligt, såfremt indekssystemet finder anvendelse inden for den kortfristede kreditformidling.

Det må desuden påpeges, at en ilar fastlæggelse af beskatningsforholdene er en nødvendig betingelse for, at indeks-

fordringer vil kunne afsættes på rentevilkår, der kan accepteres af låntagerne. Det har her betydning, om långiverne kan regne med, at en eventuel skattefrihed for modtagne indekstillæg ikke på et senere tidspunkt tilsidesættes ved indførelse af krav om almindelig eller særlig indkomstskat.

Til slut bemærkes, at der ved eventuel indførelse af indekslån på det organiserede kreditmarked sker en udvidelse af indekssystemet til et stort felt uden for lønningsområdet, og det er vanskeligt at skønne over, hvorvidt dette vil have en positiv eller negativ effekt på mulighederne for at bekæmpe en inflationær udvikling. Arbejdsgruppen har afstået fra at vurdere dette forhold.

I. DEL. GENERELLE FORHOLD VEDRØRENDE INDEKSLÅN

Kapitel 2.

Samfundsøkonomiske overvejelser vedrørende indekslån.

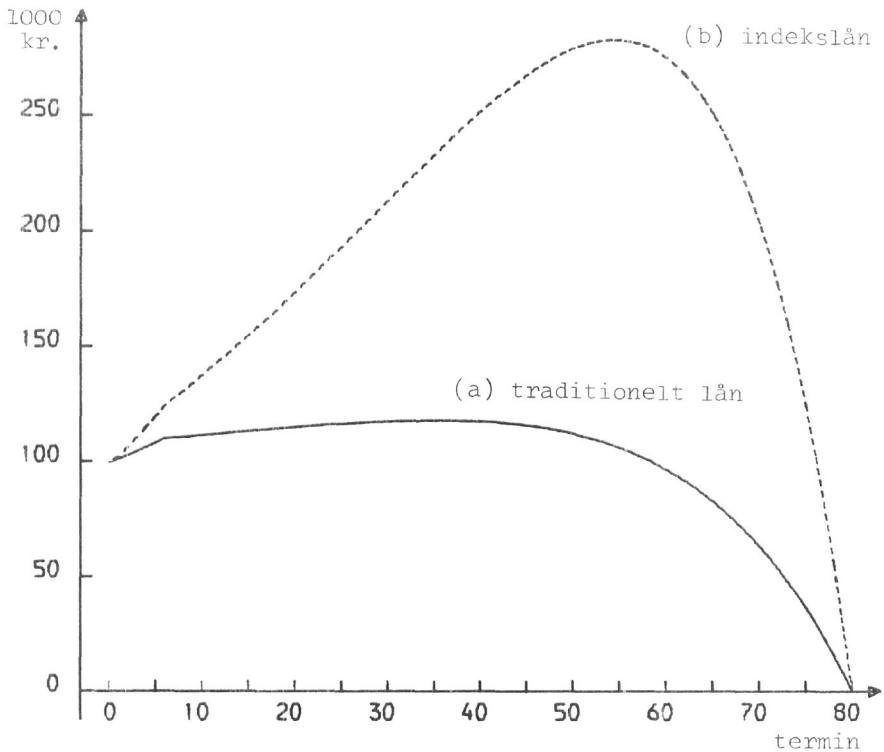
1. Princippet bag indekslån er i korthed, at ydelse og restgæld på et indekslån i hele lånets løbetid bevarer købekraften fra tidspunktet for låneaftalens indgåelse.

I de efterfølgende sammenligninger mellem indeksfordringer og traditionelle fordringer er det stedse antaget, at såvel låntager som långiver forventer prisstigninger.

Som følge af den garanti for bevarelse af købekraft, der ligger i indekslånenes princip, vil indeksrenten være lavere end renten for traditionelle lån, idet den del af renten, som ved traditionelle lån er compensation for forventede fremtidige prisstigninger, kan udgå. Hertil kommer, at den forudsatte skattemæssige behandling af justering af restgæld og afdrag på indekslån vil øge forskellen.

Såfremt forskellen i renten for traditionelle lån og indekslån, korrigeret for skat, svarer til prisstigningsforventningerne, vil det sige, at nutidsværdien af de fremtidige ydelser, korrigeret for skat, er den samme for de to lånetyper. Er denne betingelse opfyldt, og er der tale om annuitetslån, bør kreditor og debitor i valget mellem de to låneformer desuden tage hensyn til, at den traditionelle type er karakteriseret af en i kroner konstant (og sikker) ydelse med efterhånden faldende (og usikker) købekraft, mens det for indekstypen gælder, at ydelsen - der i starten ligger lavere end ved traditionelt annuitetslån - efterhånden bliver stigende (og usikker), målt i kroner, men med konstant (og sikker) købekraft. Den forskellige tidsprofil for restgæld og ydelse ved de to lånetyper er anskueliggjort i diagram 2.1 og 2.2.

DIAGRAM 2.1. Kursværdi af restgæld.

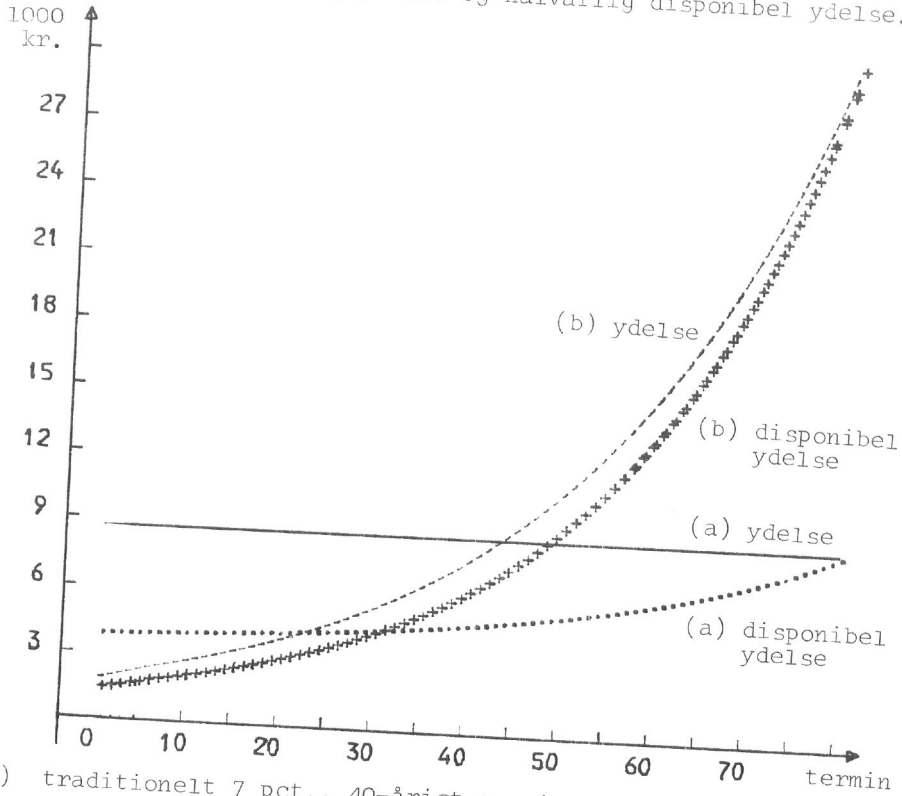


- (a) traditionelt 7 pct., 40-årigt annuitetslån, kurs 43, provenu 1000000 kr.
 (b) indeksreguleret 2 pct., 40-årigt annuitetslån, kurs $102\frac{1}{4}$, provenu 1000000 kr.

Forudsætninger:

- (1) samme effektive disponible realrente (0.69 pct. p.a.) ved de to låntyper holdes konstant gennem hele løbetiden.
- (2) skatten udgør 60 pct. af det direkte renteaflast.
- (3) gennemsnitlig årlig prisstigning på ca. 7.7 pct.
 (10 pct. p.a. i de første 3 år, derefter 7 pct. p.a.).

DIAGRAM 2.2. Halvårlig ydelse og halvårlig disponibel ydelse.



- (a) traditionelt 7 pct., 40-årigt annuitetslån, kurs 43, provenu 100.000 kr.
 (b) indeksreguleret 2 pct., 40-årigt annuitetslån, kurs 102 $\frac{1}{4}$, provenu 100.000 kr.

Forudsætninger som i diagram 2.1.

Problemerne ved en afvejning af de to lånetyper er knyttet til, om forskellen i renten mellem traditionelle lån og indekslån på realistisk måde afspejler de prisforventninger, der eksisterer på kontrakttidspunktet, og til den mulighed, der vil være for, at den faktiske prisudvikling ikke korrigerer til at svare til den forventede. Disse problemer er søgt belyst i kap. 3 om renten ved indekslån og traditionelle lån, hvor tillige spørgsmålet om de særlige beskatningsforhold er draget ind i billedet, idet forskelle i prisforventning og marginalbeskatning medfører, at den effektive disponible realrente varierer fra person til person.

Med forbehold for disse forskelle, der har betydning for det individuelle valg mellem indekslån og traditionelle lån, kan grundtanken bag indekslån resumeres således:

Kreditors fordel ved indekslån er knyttet til bevarelse af købekraften af kapital og ydelse, og prisen for denne garanti er en lavere ydelse i starten.

Debitor opnår på sin side en lavere begyndelsesydelse ved indekslån end ved traditionelle lån, men prisen herfor er en opskrivning af restgæld og ydelse i takt med det aftalte justeringsgrundlag.

Disse egenskaber ved indeksfordringer og deraf følgende påvirkning af forholdet mellem kreditor og debitor har været i centrum for tanken om indførelse af indekslån som en modvægt mod kraftige prisstigningers påvirkning af tilbøjeligheden til at spare op i pengeform, mod den høje rentes påvirkning af begyndelsesydelser og mod uforudsete prisændringers forskellige virkning på kreditors og debtors indkomst- og formueudvikling efter låneaftalens indgåelse (debitor "vinder" og kreditor "taber" på inflationen).

I det følgende er forsøgt en vurdering af disse forhold. I punkt 2-4 vurderes således indekslåns på-

virkning af opsparingen, i punkt 5-8 vurderes påvirkningen af investeringerne, i punkt 9 og 10 virkningerne på skatteprovenu og opsparings- investeringsbalancen, i punkt 11-14 de boligpolitiske virkninger og i punkt 15 påvirkningerne af indkomst- og formuefordelingen for kreditorer og debitorer.

Indekslåns påvirkning af den private opsparing.

2. Det fremhæves i diskussionen, at de senere års kraftige prisstigninger har medført en tendens til svækkelse af husholdningernes opsparingsoverskud, idet der dels sker en fremskyndelse af anskaffelse af mere varige forbrugsgoder og bolig (finansieret ved låntagning og i mindre grad med egenkapital), dels en tendens til, at opsparingen i videre udstrækning end hidtil placeres i fast ejendom eller aktier.

Formodningen om, at indeksslån vil stimulere opsparingen i pengefordringer, hviler på det grundsynspunkt, at tilskyndelsen til øjeblikkelig anvendelse af indkomst til forbrug eller investeringer mindskes, når realværdien af den finansielle opsparing er sikret.

Der er næppe tvivl om, at bevaringen af opsparingens købekraft vil virke opmuntrende både for småsparere, der placerer deres opsparing på almindelige indskudskonti i banker og sparekasser, og for andre grupper, der - som alternativ til placering i realværdier - placerer opsparingen i obligationer med det traditionelt højere renteaflast, som dette giver. Såfremt disse grupper blot har haft en marginalskat, som den gennemsnitlige, har de ikke kunnet holde opsparingens realværdi intakt under de senere års kraftige prisstigninger.

Såfremt placering på indeksvilkår kan finde sted i pengeinstitutter, vil der ikke være tale om nogen kursrisiko for indskyderne. Derimod vil der være risiko for, at pengeinstitutterne kan blive nødsaget til at opsigte sådanne indlån eller nægte at modtage indlån (herunder forhøjelse af opsparingskonti ved rentetilskrivning) i til-

fælde af vanskeligheder ved at genplacere de modtagne indlån på indekssvilkår. Indskyderne vil således ikke have nogen garanti for, at indlånet kan blive stående på de indekssvilkår i den planlagte opsparingsperiode. De særlige forhold omkring pengeinstitutternes adgang til at modtage indlån på indekssvilkår er behandlet i kapitel 6. Det fremgår heraf, at der er en betydelig risiko for u hensigtsmæssig udnyttelse af beskatningsreglerne og arbejdsgruppen har derfor i øvrigt set bort fra muligheden for, at pengeinstitutterne kan modtage indlån på indekssvilkår.

Ved placering i indeksregulerede obligationer vil den grundlæggende interesse for at bevare kapitalens købekraft eventuelt - ligesom ved traditionelle lån - støde an mod risikoen for kursfald på indeksfordringer, således at kun investorer, der regner med at bevare fordringen i hele dens løbetid, vil være sikre på en fast realværdi.

For de grupper af sparere, der lægger vægt på en høj forbrugsmulighed, vil langfristede indeksslån ikke repræsentere den idelle opsparingsform, medmindre de på anden måde, nemlig ved at realisere indeksobligationer eller andre aktiver, er villige til at nedbringe deres formue. Et tilsvarende formueforbrug finder ud fra en real betragtning sted, hvis - under et stigende prisniveau - hele renteafkastet af traditionelle obligationer anvendes til forbrug og skattebetaling.

3. Ved vurderingen af udviklingen i den samlede opsparing må endvidere tages hensyn til den ændring i forbrugs- og opsparingsmuligheder for debitorer og kreditorer, som er en direkte følge af forskellen (korrigeret for skat) mellem ydelsernes tidsprofil ved langfristede traditionelle lån og indeksslån.

For debitor betyder ydelsernes tidsprofil ved indeksslån bl.a. at den kontraktlige opsparing efter køb af ejerbolig sker senere end ved traditionelle lån. Spørgsmålet bliver da, hvordan debtors øvrige opsparing påvirkes over tiden. Det må formentlig antages, at debitor ved indeksslån typisk vil have et større forbrug i begyndelsen og et mindre forbrug i slutningen af lånets løbetid end ved traditionelle lån.

For kreditor betyder indeksslåns tidsprofil en længere gennemsnitlig binding af kapitalen og et lavere løbende afkast i starten. Hertil kommer, at indehaveren af en indeksfordring på en mere direkte måde end indehaveren af en traditionel fordring bliver gjort opmærksom på behovet for, at en del af afkastet (indekstillægget) må henlægges, hvis fordragens realværdi ønskes opretholdt. Disse forhold må antages at virke reducerende på kreditors forbrug især i de første år sammenholdt med situationen under traditionelle lån. Nedgangen i kreditors forbrug vil dog næppe blive så stor som forbrugsforøgelsen hos debiter, idet man må regne med, at kreditorerne ville have opsparet en del af renteaftakstet ved traditionelle fordringer til delvis sikring af formuens realværdi.

For realkreditsystemets debitorer og kreditorer under ét peger disse forhold i retning af, at der under indeksfinansiering antagelig i begyndelsen af lånenes løbetid må påregnes en noget lavere opsparing sammenlignet med, hvad der er tilfældet under den traditionelle finansiering.

Spørgsmålet er, om denne effekt vil ophøre, når indeksfinansieringen har virket i så lang tid, at indeksslån er repræsenteret på alle faser af afvikling. Da der sandsynligvis stadig vil ske en vækst i finansieringsbehovet, således at "nye" generationer af indeksslån vil have en relativt stor vægt, vil der muligvis blive

tale om en vis permanent niveauforskydning i opsparingen i realkreditsystemet.

4. Sandsynligheden for, at opsparingen som helhed vil øges som følge af introduktion af indeksslån, er antagelig ikke særlig stor og vil i nogen grad være betinget af, om pengeinstitutterne åbner adgang for indskud på indeksvilkår.

Erfaringerne fra de lande, der har eller har haft indeksslån, tillader heller ikke nogen entydig konklusion i retning af, at indeksslån mærkbart vil påvirke opsparingen. Det er derimod muligt, at introduktion af indeksslån har haft en vis betydning for opretholdelse af opsparingen i pengeform i perioder, hvor stærke prisstigninger ellers kunne have ført til, at opsparingen placeredes i reale værdier (fast ejendom, varige forbrugsgoder) i stedet for i pengefordringer.

Indeksslåns påvirkning af investeringerne.

5. Indeksfinansiering af investeringer vil, som det fremgår af kapitel 3 om renteforholdene for indeksslån og traditionelle lån, efter alt: at dømme kun i begrænset omfang være aktuel for erhvervene, idet metoden i almindelighed må betragtes som mere anvendelig ved finansiering af lange investeringer, ikke mindst beboelsesejendomme.

6. Udsigt til kraftige stigninger i byggeomkostninger og ejendomspriser sammenholdt med prisstigningerne udhuling af opsparingen kan være årsag til, at ejerboliger - såvel helårsboliger som fritidshuse - i et vist omfang anskaffes tidligere og med større boligareal end, hvad der svarer til køberens behov og økonomiske baggrund.

Hvor sådanne omstændigheder foreligger, vil muligheden for værdisikring af disponible pengemidler kunne give anledning til udskydelse af anskaffelsen til et efter forholdene mere belejligt tidspunkt. Udskydelsen - sædvanligvis for et kortere åremål - vil da kunne ske i forventning om, at den ved opsparing eller på anden måde tilvejebragte kapital efter værdifast anbringelse kan holdes til disposition til udbetaling på en ejerbolig. Så langt denne argumentation rækker, vil indførelse af værdisikrede fordringer kunne føre til begrænsning i efterspørgslen efter ejerboliger og hermed til en afdæmpning af det opadgående pres på ejendomspriserne. Samtidig vil opsparingen i større omfang end ellers kunne ledes mod investeringer af anden art end ejerboliger, en udvikling der i visse situationer kan være af samfundsmæssig interesse.

Ved vurderingen af disse muligheder må følgende forhold tages i betragtning.

For det første er det ikke sikkert, at indeksregulering af pengetilgodehavender kan holde trit med prisstigningerne på fast ejendom, og hvis indeksreguleringen anses for utilstrækkelig, vil det stadig forekomme fordelagtigst at fremskynde ejendoms købet. Det har i denne henseende betydning, at stigning i ejendomspriserne påvirker en ejendoms fulde værdi, medens en eventuel pristalsregulering af det beløb, der skal uddrages i forbindelse med købet, kun vedrører udbetalingssummen.

Usikkerhedssynspunktet talar her - hvor der er tale om formålsbestemt opsparing - for at fremskynde ejendomskøbet også i en situation, hvor der er mulighed for midlertidig anbringelse af disponible midler i indeksfordringer.

Hertil kommer, at selv om at kapitalbeløb ved anbringelse i indeksfordringer sikres en tilstrækkelig værdifasthed, må rentetilskrivningen *paregnes* at blive lav sammenlignet med renten af traditionelle fordringer. Svarer renteforskellen, korrigeret for skat, til prisstigningsforventningerne, vil der således ikke i indeksreguleringen ligge nogen bedre inflationsbeskyttelse end den, man kan opnå på det traditionelle marked.

Ved placering i indeksforordringer opnår indskyderne garanti for placeringens realværdi, men dette er ikke nødvendigvis ensbetydende med et større afkast end ved placering i traditionelle fordringer. Dette vil afhænge af prisudviklingen. Bliver prisstigningen mindre end *forventet*, ville placering i traditionelle fordringer have været fordelagtigst; stiger priserne mere end forventet, ville indeksfordringer vise sig at have været fordelagtigst.

Fuld sikkerhed for bevarelse af realværdien opnås i øvrigt kun ved anbringelse i indeksfordringer, der ikke har længere løbetid end svarende til den ønskede udsættelse af ejendomskøbet, da der ellers kan være risiko for kurstab i forbindelse med salg af fordringerne. Ud fra dette synspunkt kan indeksreguleret indskud i et pengeinstitut af nogle anses for en hensigtsmæssig anbringelsesform i den omhandlede situation, hvis det i det hele taget bliver praktisk muligt at etablere indeksregulering af indskud i banker og sparekasser, jfr. kapitel 6.

De foranstående betragtninger i dette punkt har omhandlet mulighederne for, at udbredelse af indeksregulerede fordringer vil medføre en reduktion eller udskydelse af investeringer i ejerboliger. Der vil også være forhold, som trækker i retning af en fremskyndelse eller forøgelse af sådanne investeringer. Dette er en følge af, at den årlige boligudgift ved traditionel finansiering af en ejerbolig under et højt renteniveau ofte vil føles som en stor byrde for ejeren, uanset at der gennem skattemæssig fradragsret for renteudgifter og en lavt ansat skattepligtig lejeværdi opnås en betydelig lempelse. Vægten af denne byrde vil dog med stigende pengeindkomster gradvis falde, idet ydelsen på traditionelle lån normalt er fastlåst til bestemte kronebeløb. Ved indførelse af indeksslån kan begyndelsesydelsen nedsættes væsentligt, således at den gruppe af husstande, der kan magte de løbende boligudgifter i begyndelsen, bliver udvidet.

Som ovenfor beskrevet kan introduktion af indeksslån på den ene side tænkes at medføre, at husholdningerne anskaffer sig mindre ejerboliger - såvel helårsbolig som fritidsbolig - end hvis placering og låntagning kun kunne ske på traditionelle vilkår. På den anden side vil den sænkning af begyndelsesydelsen, som indeksslån muliggør, betyde, at flere får mulighed for at erhverve ejerbolig.

Alt i alt må det anses for sandsynligt, at introduktion af indeksslån på kort sigt vil føre til en opgang i investeringerne i ejerboliger, såfremt boligpolitikken ikke ændres.

I hvor høj grad der også på længere sigt bliver tale om en forøgelse af efterspørgslen efter nye ejerboliger, afhænger naturligvis også af den førte boligpolitik. I denne henseende er fastlæggelsen af den skattepligtige lejeværdi af ejerboliger af betydning.

En stigning i de samlede investeringer i boligsektoren vil imidlertid kun indtræde i det omfang, tilvæksten til investeringerne i ejerboliger er større end de investeringer, der ellers ville blive gennemført i udlejningsbyggeriet.

7. For det almennyttige boligbyggeri er rammerne fastlagt i "boligforliget til ca. 8.000 boliger årligt. Der ydes her i øjeblikket meget betydelige subsidier til nedbringelse af begyndelseslejen for a: begrænse spændingerne over for lejen i den ældre boligmasse. Ved indførelse af indeksslån vil behovet for direkte subsidier gå ned, fordi begyndelseslydelsen på lånekapitalen vil falde, men det kan næppe antages, at faldet i kapitaludgifterne vil blive så stærkt, at lejen kan nedsættes i forhold til situationen med traditionel finansiering og subsidier, således som disse nu er foreslået udvidet med ikke-rentebærende kapitalindskud. Indførelse af indeksslån vil således næppe betyde noget særligt incitament til større igangsættelser og investeringer i det almennyttige byggeri i forhold til det nuværende system. At der her - som omtalt nedenfor - sandsynligvis kun bliver tale om omlægning fra direkte subsidieudgifter for det offentlige til mindre skatteprovenu, er en anden sag.

Som nærmere omtalt nedenfor under punkt 12 (og i bilag d), vil beskatningsforholdene medføre visse begrænsninger, for så vidt angår indeksslåns anvendelighed ved finansiering af privat udlejningsbyggeri. Det er endvidere sandsynliggjort i kapitel 3 om renteforholdene for indeksslån og traditionelle lån, at erhvervene formentlig kun i særlige tilfælde kan eller vil anvende indeksfinansiering, men som den altovervejende hovedregel vil anvende traditionelle lån.

8. Det her anførte leder således frem til, at introduktion af indekslån på kort sigt vil kunne have en stimulerende effekt på investeringerne i boligsektoren, såfremt boligpolitikken i øvrigt ikke justeres. På lidt længere sigt er den modsatte udvikling - under den anførte forudsætning om boligpolitikken - sandsynlig.

Skatteprovenu og opsparings/investeringsbalance.

9. Som nævnt i kapitel 3 om renteforholdene for indekslån og traditionelle lån er spørgsmålet om den marginale skattekvote et væsentligt punkt i vurderingen af, hvilken lånetype der er fordelagtigst for kreditor og debitor under de forudsatte beskatningsregler. Det fremgår heraf, at de kreditorer, der vælger indekslån fortrinsvis må søges blandt grupper med høj marginalbeskatning, mens debitorerne navnlig vil findes blandt grupper med lav marginalbeskatning. Omvendt må kreditorer med lav og debitorer med høj marginalbeskatning ventes at ville foretrække traditionelle lån.

Virkningen af denne kombination må blive en formindskelse af det indkomstgrundlag, der danner basis for skatteudskrivningen. Med fastholdte udskrivningsprocenter kan der blive tale om en formindskelse af skatteprovenuet af en størrelse, der afhænger af systemets udbredelse samt af forskellene mellem debitorernes og kreditorernes marginalskat.

For så vidt angår kombinationen med de almennyttige boligselskaber som debitorer og personer med høj marginal beskatning som kreditorer, modsvares det heraf følgende skattetab dog af, at behovet for generelle subsidier til almennyttigt byggeri mindskes eller bortfalder, jfr. nedenfor.

Med .ette udgangspunkt er det ikke givet, at de "resterende" potentielle kreditorer også vil være karakteriseret ved en højere marginalskat end de "resterende" debitorer - først og fremmest parcelhusejerne, jfr. kapitel 3.

Selv om indeksfinansiering i større grad vil gøre det muligt for familier med mere beskedne indkomster at erhverve egen bolig, må den væsentlige del af ejerboligerne således fortsat forventes erhvervet af familier med relativt høje indkomster.

Det må endelig tages i betragtning, at også andre overvejelser end de skattemæssige, f.eks. likviditetsbetragtninger og risikoaversion, kan spille en rolle for valget mellem indeksregulerede og traditionelle lån.

Det er vanskeligt kvantitativt at foretage en afvejning af disse tendenser, men det må anses for overvejende sandsynligt, at påvirkningen af nettoprovenuets bliver afgrænset størrelsesorden.

Hertil kommer, at et (eventuelt) tab af skatteprovenu ikke i sig selv medfører et behov for en strammere finanspolitik. Hvorvidt dette bliver tilfældet, afhænger alene af udviklingen i opsparings/investeringsbalancen.

Den sikkerhed for den finansielle opsparings realværdi, som placering i indeksfordringer ville åbne mulighed for, må på den ene side antages at udskyde anskaffelsestidspunktet for varige forbrugsgoder og især ejerboliger. På den anden side kan indeksslåns tidsprofil overraskelsesvis - og permanent, hvis "nye" generationer af indeksslån vil få en relativ stor vægt - muligvis føre til en mindre nettoopsparing i pengeform for realkreditsystemets kreditorer og debitorer under ét i det omfang, stigningen i debitorernes forbrug og investering er større end faldet i kreditorernes forbrug og investering.

Ovenstående tillader næppe nogen entydig konklusion om udviklingen i opsparings/investeringsbalancen, så meget desto mindre som denne balance vil være stærkt afhængig af den førte boligpolitik. Reglerne for fastsættelser af den skattepligtige lejeværdi af egen bolig vil i denne sammenhæng være af betydning. I den aktuelle situation, hvor begyndelseshuslejen ved traditionel finansiering er meget høj i forhold til indkomsterne, må der imidlertid - under forudsætning af uændret boligpolitik - forventes en stigning i investeringerne i ejerboliger som følge af introduktion af indeksfinansiering. Disse virkninger på opsparings-investeringsbalancen vil på kort sigt kunne medføre behov for øget offentlig opsparring, d.v.s. en forøgelse af det offentliges (skatte indtægter og/eller en reduktion af de offentlige udgifter, i forhold til hvad der ellers ville være nødvendigt.

10. Man har ved denne vurdering, jfr. kapitel 6 og 9, set bort fra muligheden af, at indførelsen af indeksslån - i større omfang end det nu er tilfældet - giver anledning til en opustning af de finansielle balancer (fiktive lånetransaktioner) med det sigte at udnytte de beskatningsmæssige forskelle. Specielt er det en forudsætning, at der gribes ind over for de muligheder for at konvertere skattefri indekstillæg til fradragberettigede udgifter, som de nugældende skatteregler (formentlig) indebærer i forbindelse med kreditformidlingen via pengeinstitutter m.v.

Indeksslåns indflydelse på den boligpolitiske problemstilling.

11. Som nævnt foran vil indførelse af indeksslån på noget længere sigt kunne ændre den boligpolitiske problemstilling.

Dette vil i særlig grad være tilfældet i udlejningsbyggeriet, hvor systemets indførelse bl.a. forudsætter acceptering af, at lejen i byggeri med indeksfinansiering løbende tilpasses udviklingen i kapitaludgifterne, idet der som an-

ført i bilag d om udviklingen i boligudgifterne ved indekslån vil ske en ændring af kapitaludgifternes tidsprofil, således at de i begyndelsen af lånets løbetid vil blive betragteligt lavere end ved traditionelle lån og senere øges i takt med prisudviklingen.

12. Som det fremgår af bilag d, vil omlægning fra traditionel finansiering til indeksfinansiering af det almennyttige byggeri under visse forudsætninger betyde, at behovet for generelle subsidier bortfalder. Forudsætningerne indebærer bl.a., at den årlige ydelse på et 40-årigt indekslån udgør ca. 4 pct. af låneprovenuet, svarende til en nominel indeksrente på 2¹/₂ pct.p.a. og en kurs omkring pari. Besparelsen i generelle subsidier må imidlertid sammenholdes med det offentliges skattetaf i forbindelse med omlægningen. I det følgende er gjort et forsøg på at kvantificere besparelse og tab.

Ved det nuværende høje renteniveau udgør den kapitaliserede værdi af rentetilskuddene berydelige beløb. Lægges hertil de kapitalindskud, der efter boligforliget i juni 1974 er forudsat til almenyttigt byggeri, når man til, at den kapitaliserede værdi af subsidierne fra stat og kommune i alt andrager ca. 68.000 kr. pr. 100.000 kr. investering, hvortil kommer tilskud fra landsbyggefonden på 8.000 kr. Over for denne besparelse i direkte subsidier ved overgang til indekslån står imidlertid et tab af skatteprovenu af omtrent tilsvarende størrelse. Dette fremkommer ved, at de ikke-skattepligtige almenyttige selskabers låneoptagelse

- 1) Kapitaliseringen er foretaget på basis af en effektiv disponibel rente på 8,4 pct. p.a., jfr. bilag d, appendiks 1.

- som fremhævet i kapitel 3 om renteforholdene for indeksslån og traditionelle lån - for den altovervejende dels vedkommende vil blive finansieret af skattepligtige personer, og her vil den skattepligtige renteindtægt falde stærkt, fordi den direkte rente af indeksslån må antages at blive væsentlig lavere end ved traditionelle lån. Forudsættes det, at kreditorerne beskattes marginalt med 60 pct., og anvender man samme diskonteringsrente som ovenfor, finder man således, at den kapitaliserede værdi af det offentliges skatteprovenu tab ved overgang fra traditionel til indeksreguleret finansiering beløber sig til 69.000 kr. pr. 100.000 kr. i låneprovenu.

Det må her understreges, at der foran er tale om et regneeksempel, og at man som nævnt i kapitel 3 ikke kan vente, at renten på indeksslån bliver så lav som de ca. $2\frac{1}{2}$ pct. p.a., der er forudsat i eksemplet. Regner man f.eks. med 4 pct. eller 5 pct. p.a. i nominel indeksrente, vil tabet i skatteprovenu blive mindre end anført. Til gengæld vil en forhøjet indeksrente betyde højere indeksreguleret husleje, hvilket kan nødvendiggøre fortsat generel subsidiering af det almennyttige byggeri, dersom nettohuslejen skal holdes på det niveau, der er forudsat i den nugældende ordning.

Med opfyldelse af et sådant boligpolitisk mål vil en omlægning fra traditionel til indeksreguleret finansiering af det almennyttige byggeri alt i alt betyde større udgifter for det offentlige, jo højere den markedsbestemte indeksrente bliver. Højere indeksrente indebærer nemlig øgede indtægter efter skat til kreditorerne, og så længe nettohuslejen holdes uafhængig af belåningsformen, må det merafkast, kreditorerne opnår, udredes af det offentlige.

13. Som nævnt i bilag d vedrørende boligbyggeriet vil anvendelse af indeksslån i det private udlejningsbyggeri medføre en særlig skattemæssig belastning. Dette er en følge af, at de samlede ydelser på et indeksslån fordeler sig på en sådan måde, at den fradragsberettigede renteudgift bliver mindre, og de ikke-fradragsberettigede afdragsydelser større, end det ville være tilfældet på et traditionelt lån.

Dette betyder, at den private udlejer til betaling af skat på det regnskabsmæssige overskud må forlange et større til-læg til huslejen ved finansiering med indekslån end ved fi-nansiering med traditionelle lån, alt beregnet i forhold til den husleje, en ikke-skattepligtig udlejer (f.eks. et almen-nyttigt boligselskab) må forlange.

I sig selv vil disse skattemæssige forhold gøre in-dekslån mindre anvendelige i det private udlejningsbyggeri. Det må her tages i betragtning, at der efter den foreslåede lejelovgivning vil være mulighed for at forhøje lejen til dækning af de stigende afdrag ved indekslånesystemet, men derimod ikke den dertil svarende stigning i skattebyrden.

Det vil derfor principielt være mere fordelagtigt at gennemføre finansiering med traditionelle lån og regne med, at den del af kapitalydelse, der ikke kan dækkes ved fastsættelse af becyndelseslejen i konkurrence med indeksfinan-sieret byggeri, senere kan inddækkes gennem husleje-for-højelser. Efter den foreslåede lejelovgivning kan boligudgif-terne imidlertid højst stige, indtil lejen svarer til den omkostningsbestemte leje, jfr. kapitel 10. Skal husejeren få dækning for de første års lejetab, forudsætter det ændringer i lejelovgivningen. Kun såfremt husejeren har tillid til, at dette vil ske, er traditionel finansiering en mulighed.

I realiteten er det private udlejningsbyggeri dog i de senere år faldet til et meget lavt niveau. Dette må - ud over den almindelige interesse i at erhverve ejerboliger - ses på baggrund af likviditetsbelastningen i de år, hvor hus-lejen ikke kan dække kapitalydelse, samt usikkerheden ved-rørende de lejelovmæssige muligheder for at foretage den nød-vendige, gradvise forhøjelse af huslejen til dækning af underskuddet de første år.

Som nævnt ovenfor vil også finansiering med indeks-lån under den foreslåede lejelovgivning via beskattningen af det regnskabsmæssige overskud medføre en likviditetsbelast-ning. Introduktion af indekslån vil derfor næppe i sig selv føre til, at det private udlejningsbyggeris andel af bolig-byggeriet kan øges.

14. Spørgsmålet om indeksfinansiering af udlejningsbyggeriet må endvidere ses i sammenhæng med de problemer i form af huslejespændinger, forskelsbehandling af befolkningsgrupper og udlejningsvanskeligheder koncentreret i nyt udlejningsbyggeri, som i dag især er en følge af kombinationen af traditionel finansiering og kraftige prisstigninger.

Overgang til indeksfinansiering vil medføre, at den stigning i huslejerne, der nu finder sted fra årgang til årgang, efterhånden som byggeomkostningerne øges, afløses af en fælles glidning af huslejen i alt indeksfinansieret byggeri, som således vil få omtrent samme lejeniveau uanset opførelsesår. Dette medfører, at den spænding i lejen, der nu klart findes mellem byggeri af forskellige årgange, vil forsvinde, når der er tale om indeksfinansiering. Justering af ydelse og restgæld for det "ældre" indeksbyggeri vil (forudsat nogenlunde ensartet realrente og anvendelse af annuitetslån) dog kun svare til udviklingen i opførelsesudgifter for det nyeste indeksfinansierede byggeri, såfremt byggeomkostningsindekset og reguleringsindekset udvikler sig parallelt.

Hvis i fremtiden en del af det nye udlejningsbyggeri finansieres med indeksslån, mens en anden del finansieres med traditionelle lån, vil der imellem udlejningsbyggeri af samme årgang og forskellig finansieringsform være huslejespændinger, såfremt huslejen fastsættes efter et omkostningsprincip. Endvidere vil der stadig opstå huslejespændinger mellem traditionelt finansieret udlejningsbyggeri af forskellig årgang. Det må imidlertid betragtes som sandsynligt, at hvis indekserede lån introduceres i det: almennyttige boligbyggeri, vil denne finansieringsform blive anvendt i hele denne gruppe. Huslejespændinger mellem nyt indeksfinansieret og nyt traditionelt finansieret boligbyggeri kan derfor kun opstå, hvis det private boligbyggeri anvender den sidstnævnte finansieringsform og fastsætter lejen i overensstemmelse hermed.

Som nævnt ovenfor er det private udlejningsbyggeri i de senere år imidlertid faldet til et meget lavt niveau, og det må anses for usandsynligt, at introduction af indeksfinansiering mærkbart vil ændre dette forhold. Huslejespændingerne vil derfor stort set alene blive et problem mellem indeksfinansieret almennyttigt udlejningsbyggeri og tidligere opført traditionelt finansieret udlejningsbyggeri.

Spændingen over for den ældre boligmasse med traditionel finansiering og underkastet regler om omkostningsbestemt leje vil imidlertid fortsat bestå og fortsat gøre det attraktivt at opnå en bolig i den ældre boligmasse, i tilfælde hver lejen er lav i forhold til kvaliteten.

I en sådan situation kan det få konsekvenser for indeksfinansieret byggeris rentabilitet, hvis efterspørgslen efter lejerboliger stagnerer. Hvis disse spændinger skal undgås, må der enten ydes generelle subsidier til nedbringelse af lejen i det indeksfinansierede byggeri, eller lejen i det traditionelt finansierede byggeri må gennem forhøjelse tilpasses forholdene i det indeksfinansierede byggeri, hvilket rejser spørgsmålet om, hvem det traditionelt finansierede byggeris lejetilpasning skal tilfalde.

Indekslåns påvirkning af indkomst- og formuefordelingen.

15. En anden følge af prisstigningernes øgede styrke er de fordelingsmæssige virkninger på indkomst- og formueforholdene for kreditorer og debitorer. Som nævnt er et af elementerne i den traditionelle rentedannelse den kompensation, som kreditorer betinger sig for at modvirke effekten af forventede prisstigninger. Med den stigende takt i prisudviklingen har denne kompensation ikke vist sig tilstrækkelig. Resultatet er blevet, at kreditors reale afkast af pengefordringer er blevet forringet i forhold til det forventede, mens debitorerne omvendt har "tjent" på den øgede prisstigningstakt.

Denne problemstilling har medført, at de sparere, der ikke har haft mulighed for at placere deres opsparing i realværdier, har set deres opsparing og dennes afkast udhulet af prisstigningerne i en stærkere takt end forudset, da lånevilkårene blev aftalt. Dette er specielt et problem for grupper med et relativt lavt indkomstgrundlag. For at modvirke prisstigningernes udhulende effekt har man i flere lande (også her i landet) haft - eller har - ordninger, hvorefter det i begrænset omfang er muligt at placere opsparing på vilkår, der tilsigter bevarelsen af opsparingsens købekraft. Finansieringen af indekstillaegget dækkes ved de danske indekstrakter - og de nyligt foreslåede engelske opsparingsordninger - af staten. I Finland finansieredes indekstillaegget af en overrente på pengeinstitutternes udlån. Disse ordninger indførtes oprindeligt med et vist socialt sigte, idet de åbner mulighed for værdisikring af opsparingen hos indkomstgrupper, hvis opsparing ikke er af en sådan størrelse, at de har mulighed for erhvervelse af reale aktiver.

Indførelse af indeksslån vil kunne bidrage til at løse de fordelingsmæssige problemer, der er knyttet til, at kreditorernes afkast udhules af prisstigninger, mens debitorernes byrde gradvis mindskes.

Den fordelingsmæssige problemstilling vil herudover især være påvirket af den ændring i finanspolitikken og den øvrige økonomiske politik, som introduktion af indeksslån eventuelt giver anledning til via systemets indflydelse på opsparings/investeringsbalancen.

Samlet vurdering af virkningen af indeksslån.

16. Den gennemgang, der foran er foretaget af indeksslåns mulige påvirkning af opsparing, investering, skatteprovenu, den boligpolitiske problemstilling og de fordelingsmæssige forhold, er præget af, at der for hvert enkelt område har kunnet konstateres modsatrettede virkninger. En præcis afvejning af disse forhold har kun i enkelte tilfælde været mulig, men

gennemgangen kan alligevel være et nyttigt bidrag i den videre diskussion i den forstand, at man må fastslå, at indekslån kan løse nogle problemer, men samtidig giver anledning til, at nye må ventes at opstå.

Indekslån kan på den ene side som følge af den ændring i ydelsernes tidsprofil, som denne låneform indebærer, føre til større forbrug og investering.

På den anden side betyder den sikkerhed for den finansielle opsparings realværdi, som indekslån garanterer, at efterspørgslen efter varige forbrugsgoder og bolig i flere tilfælde enten udsættes eller miniskes.

For så vidt angår opsparings/investeringsbalancen kan der således peges på forhold, som trækker i hver sin retning. Hertil kommer, at en vurdering af udviklingen i opsparings/investeringsbalancen må forudsætte en stillingtagen til udformningen af den økonomiske politik, herunder finansieringen af det almennyttige byggeri, lejeværdi af ejerbolig, skatteregler m.m., en stillingtagen arbejdsgruppen har måttet afstå fra. I denne forbindelse er der særlig grund til at pege på de muligheder for skatteunddragelse, som allerede findes med det nuværende skattesystem, men som vil blive forstærket af en introduktion af indekslån.

Den boligpolitiske problemstilling vil - udover virkningen på investeringsudviklingen - blive påvirket på forskellig måde.

Anvendes indekslån i det almennyttige byggeri, og bliver indeksrenten lav, vil det medføre, at man kan undgå de i boligforliget indeholdte kapital- og rentetilskud, hvilket medfører en øjeblikkelig aflastning af statsbudgettet. På længere sigt vil denne aflastning imidlertid modsvares af nedgang i skatteprovenu af renteindtægter.

For det private udlejningsbyggeri vil introduktion af indekslån næppe betyde nogen fordel i forhold til det nuværende system.

Problemerne omkring de forskellige lejeniveauer i nye og ældre udlejningsejendomme vil få en noget anden karakter, men ikke forsvinde.

Man vil stort set kunne undgå huslejespændinger inden for det indeksfinansierede byggeri. Derimod vil man ikke kunne undgå huslejespændinger i forhold til den meget store ældre boligmasse, der er finansieret med traditionelle lån. I denne sammenhæng må det: tages i betragtning, at lejen i indeksfinansieret byggeri først efter 10-15 år - især afhængig af prisudviklingen - vil overstige den leje, der ville blive resultatet under fortsat traditionel finansiering (jfr. bilag d).

Dette vil enten stille krav om en justering af lejen i den ældre boligmasse, hvis man ønsker det fælles lejeniveau bestemt af det indeksfinansierede byggeri (og dermed rejse problemet om, hvem lejestigningen skal tilfalde) - eller nødvendiggøre subsidier til indeksfinansieret byggeri, hvis man ønsker lejeniveauet bestemt af det ældre traditionelt finansierede byggeri.

Introduktion af indeksslån vil i fordelingsmæssig henseende ændre udviklingen i indkomster og formuer for kreditorer og debitorer, således at man undgår den nuværende situation, hvor der sker væsentlige omfordelinger mellem kreditorer og debitorer ved prisændringer, der ikke var forudset ved låneaftalens indgåelse.

Den fordelingsmæssige problemstilling vil herudover især være påvirket af den ændring i finanspolitikken og den øvrige økonomiske politik, som introduktion af indeksslån eventuelt giver anledning til via systemets indflydelse på opsparings/investeringsbalancen.

Kapitel 3.

Renteforholdene for indekslån og traditionelle lån.

Indledning og forudsætninger.

1. De følgende overvejelser vedrørende renteforholdene for indekslån og traditionelle lån har som udgangspunkt det i bilag a viste regneeksempel på ydelser og restgæld på traditionelle lån og indekslån.

Vurderingen af renteforholdene ved indekslån sammenlignet med traditionelle lån hviler som i regneeksemplet på den forudsætning, at indekstillaeg til restgælden som hovedregel ikke vil være underkastet beskatning, men at de på linje med kursgevinster og -tab ved traditionelle gældsbreve og obligationer alene anses som formuekorrektioner. Som omtalt i kapitel 9 om den skattemæssige behandling af indeksregulerede fordringer må denne forudsætning ses som et resultat af en analogisering med reglerne om beskatning af traditionelle fordringer, men det må samtidig understreges, at der endnu ikke har udviklet sig nogen fast praksis omkring beskatning af indeksfordringer. Opmærksomheden henledes endvidere på, at arbejdsgruppen er af den opfattelse, at denne analogisering vil rejse en række problemer, og at der, inden reglerne lægges endeligt fast, er behov for yderligere overvejelser om beskatningsreglerne.

Som en anden forudsætning må nævnes, at der overalt er tale om annuitetslån, medmindre andet nævnes.

Forudsætningen om, at indekstillaeg som hovedregel ikke vil være omfattet af beskatning, har, som det fremgår af det følgende, afgørende indflydelse på overvejelserne om renteniveauet for indekslån sammenlignet med traditionelle lån.

Rentens opdeling på forskellige elementer.

2. Indekslånenes princip er, at rente, afdrag og restgæld opskrives i takt med udviklingen i det prisindeks, som er

forudsat i låneforholdet, således at de ~~reale~~ lånebetingelser er fastlagt. Ved traditionelle lån er rentebetalinger, afdrag og restgæld derimod fastlagt én gang for alle i kroner, idet der dog findes systemer med variabel rente. Det har i en meget lang periode været det normale, at der slår en vis stigning i prisniveauet fra år til år, og at pengefordringer derfor har en ringere købekraft på tilbagebetalingstidspunktet end ved låneaftalens indgåelse, og det må anses for sandsynligt, at kreditor ved låneaftalens indgåelse betinger sig - og debitor på **sin** side er villig til at yde - en vis kompensation herfor i form af højere rente eller lavere kurs. Denne formodning understøttes af, at perioder med vækst i prisstigningstempoet har været ledsaget af en tendens til, at renten på traditionelle fordringer går op.

Principielt skulle forskellen i **markedsrenten** for indekslån og traditionelle lån således svare til den kompensation, som kreditorer betinger sig for den værdiforringelse, der følger af den forventede prisstigningstakt i lånets afviklingstid.

Dette er imidlertid en meget forenklet fremstilling. Renten for indekslån og traditionelle lån dannes på kapitalmarkedet som et fællesudtryk for mange elementer, hvoraf forventningerne om den fremtidige prisudvikling kun er et enkelt, og hvor denne forventning vil variere fra person til person.

I den økonomiske litteratur har det da heller ikke vist sig muligt: at eftervise nogen præcis sammenhæng mellem prisstigningsforventninger og renten på traditionelle fordringer, idet det bl.a. er vanskeligt at fastslå, hvad "prisforventningen" er på et givet tidspunkt.

Begrebsmæssigt kan renten på traditionelle lån nok opsplittes på en række elementer såsom godtgørelse for at vente, risikopræmie og den nævnte prisstigningskompensation, men disse elementer vil have forskelligt indhold for de enkelte parter på kapitalmarkedet, og yderligere vil den reelle værdi af summen af disse elementer være stærkt **påvirket** af, at beskatningsforholdene varierer fra person til person.

En given markedsrente for traditionelle lån dækker således over individuelle forskelle i de rene lånebetingelser

efter skat, afhængig af den enkeltes prisforventning og beskatningsforhold.

Markedsrenten på indeksslån vil ligesom for traditionelle lån blive bestemt på kapitalmarkedet som et fællesudtryk for mange individuelle kreditorers og debitorers præferencer. Valget mellem traditionelle lån og indeksslån vil bl.a. blive bestemt af, hvad der giver den gunstigste disponible realrente. I dette regnestykke indgår skatteforholdene med betydelig vægt. Dette medfører, at forskellen imellem renten på traditionelle lån og indeksslån ikke alene vil afspejle prisstigningsforventningerne, men også en forskel, der kan henføres til beskatning af prisstigningskompensationen ved traditionelle lån.

Sammenhængen mellem renten på traditionelle lån og indeksslån er således væsentlig mere kompliceret, end det måske umiddelbart skulle ventes. I det følgende er denne sammenhæng skitseret, men det må straks understreges, at man i denne analyse har været nødsaget til at forenkle problemerne meget stærkt. De anførte eksempler skal kun opfattes som regneeksempler og ikke som et udtryk for, at arbejdsgruppen er af den opfattelse, at det er muligt med større sikkerhed at vurdere, hvorledes indeksrenten vil placere sig i forhold til markedsrenten for traditionelle lån. Dette skyldes - ud over den nævnte usikkerhed omkring en vurdering af den "typiske prisforventning" - bl.a., at man ikke har tilstrækkelige statistiske oplysninger om indkomstfordeling og dermed beskatningsforhold for indehavere af pengefordringer.

3. Den principielle vanskelighed ved at få et indtryk af prisforventningernes indflydelse på rentedannelsen kompliceres yderligere af, at der allerede i det relativt klart belyste marked for traditionelle obligationer eksisterer meget betydelige renteforskelle, som kun kan henføres til, at markedet er mere uigennemsigtigt, end man måske skulle vente. Dette gør sig formentlig i endnu højere grad gældende for private pantebreve.

Til belysning af denne uigennemsigtighed kan henvises til tabel 3.1, der bringer et udsnit af rentestrukturen på en

enkelt dag, og som viser stor variation i afkastet af forskellige obligationstyper - selv når skat og prisstigningsforventninger læges i betragtning.

En del af forskellene beror givetvis på tilfældigheder, som udjævnes i det lange løb, og andre forskelle kan på tilfredsstillende måde forklares med henvisning til særlige præferencer hos obligationskøberne. For eksempel lægger nogle købergrupper stor vægt på at undgå kurstab ved senere salg og anbringer derfor disponible midler i kortfristede papirer, som svinger mindre i kurs end obligationer af længere løbetid. Andre, der mener, at det eksisterende renteniveau ligger højere, end hvad man kan vente på noget længere sigt, og som ønsker at sikre sig et højt renteafkast gennem lang tid, kan have grund til at efterspørge langfristede obligationer, selv om den effektive realrente efter skat her er lavere end af korterefristede papirer. En sådan renteforskel kan f.eks. skyldes en markedsforventning om større prisstigninger på kort end på langt sigt.

Overskueligheden tilsløres ved, at de forskellige købergruppers størrelse og indflydelse på kursdannelsen er ukendt, men selv med kendskab hertil vil man hyppigt være ude af stand til at give en rationel forklaring på forekommende ejendommeligheder i rentestrukturen. Det synes her klart, at fejlvurderinger af udtrækningschance, skattevirkning og risiko for fald i pengefordringers realværdi har et stort råderum. I forbindelse hermed må man i øvrigt tage i betragtning, at for mange obligationskøbere vil det være vanskeligt: eller umuligt at foretage de særdeles komplicerede beregninger, som kræves til bedømmelse af obligationers reale afkast efter skat.

De omhandlede renteforskelle er nanmt som illustration af, hvor uklar markedssituationen er for traditionelle obligationer. Det må på denne baggrund antages, at selv om man ved indførelse af indeksslån kan flytte inflationsgodtgørelsen fra rentebetaling til kapitalopskrivning, vil der stadig være en vis spredning i den reale rente.

Tabel 3.1 Rentestrukturen pr. 19/6 1974 for forskellige obligationstyper under alternative forudsætninger om prisforventninger og marginalbeskatning.

skat af rentefkast:	Effektiv realrente				Effektiv disponibel realrente												Direkte rente
	o %				4o %				5o %				6o %				
	o %	6 %	1o %	14 %	o %	6 %	1o %	14 %	o %	6 %	1o %	14 %	o %	6 %	1o %	14 %	
Årlig prisstigning	(Eff. rente)	(Eff. rente)	(Eff. rente)	(Eff. rente)	(Eff. disp. rente)	(Eff. disp. rente)	(Eff. disp. rente)	(Eff. disp. rente)	(Eff. disp. rente)	(Eff. disp. rente)	(Eff. disp. rente)	(Eff. disp. rente)	(Eff. disp. rente)	(Eff. disp. rente)	(Eff. disp. rente)	(Eff. disp. rente)	
pct. p.a.																	
Obligationstype																	
7 pct. nominal																	
Løbetid:																	
4o år	17,4	11,0	7,0	3,1	11,2	5,1	1,2	-2,6	9,8	3,7	-0,2	-3,9	8,4	2,3	-1,6	-5,3	16,3
3o år	16,6	10,3	6,2	2,4	11,2	5,1	1,2	-2,6	9,9	3,8	-0,1	-3,8	8,7	2,6	-1,3	-5,0	14,6
2o år	17,0	10,7	6,7	2,8	12,3	6,1	2,1	-1,6	11,1	5,0	1,0	-2,7	10,0	3,8	0,0	-3,8	13,2
1o år	14,7	8,5	4,5	0,7	11,1	5,0	1,1	-2,7	10,3	4,1	0,2	-3,5	9,4	3,3	-0,6	-4,3	9,7
4o-årigt lån																	
nominal rente																	
1o %	17,1	10,7	6,7	2,9	10,6	4,4	0,6	-3,2	9,0	2,9	0,9	-4,7	7,5	1,4	-2,4	-6,1	16,7
9 %	17,2	10,9	6,9	3,0	10,8	4,7	0,8	-3,0	9,3	3,2	-0,7	-4,4	7,7	1,7	-2,2	-5,9	16,7
7 %	17,4	11,0	7,0	3,1	11,2	5,1	1,2	-2,6	9,8	3,7	-0,2	-3,9	8,4	2,3	-1,6	-5,3	16,3
5 %	16,8	10,5	6,5	2,6	11,5	5,3	1,4	-2,3	10,2	4,1	0,2	-3,5	9,0	2,9	-0,9	-4,7	14,5

Grundlag: Kreditforeningen Danmark, åbne serier af almindelig realkredit.

Grundlag: Kreditforeningen Danmark, åbne serier af almindelig realkredit.

Beskatningsreglernes og prisstigningsforventningernes indflydelse på renteforholdene.

4. Med forbehold for den usikkerhed omkring rentedannelsen, der tilsyneladende gør sig gældende, er der i det følgende gjort et forsøg på at vurdere de elementer, der vil være bestemmende for forskellen i markedsrenten på traditionelle lån og indekslån.

Man må her først undersøge, om en sådan sammenligning overhovedet bliver mulig, med andre ord om indekslån ganske vil fortrænge traditionelle lån, eller om de to systemer vil være til stede samtidig.

Det må her antages som temmelig givet, at de to systemer vil eksistere side om side. Dette hænger især sammen med forhold knyttet til det nuværende skattesystem, men også med spredningen i prisforventningerne fra person til person.

I bilag a om ydelser og restgæld er det således påvist, at for en långiver, der betaler 60 pct. i skat af rente, men ingen skat af kapitalavance, reduceres en effektiv rente på 17,4 pct. p.a. for et traditionelt 40-årigt, 7 pct.'s obligationslån med kurs 43 (forholdene juni 1974) til 0,7 pct. p.a. ved en forventet prisstigning på 10 pct. p.a. i de første 3 år og derefter 7 pct. årlig prisstigning.

Er långiveren ikke skattepligtig, jfr. bilag c.5, vil den effektive obligationsrente under i øvrigt tilsvarende forudsætninger reduceres fra 17,4 til 8,8 pct. p.a.

Den skattepligtige långiver vil under disse forudsætninger på langt sigt være stillet på samme måde, hvad enten han tilbydes et traditionelt lån på ovennævnte vilkår eller et 40-årigt indeksreguleret lån med nominel rente på 2 pct. p.a. til kurs 102½, mens en ikke-skattepligtig långiver for at sikre sig samme realrente som ved traditionelle lån må betinge sig en rente af det indeksregulerede lån på næsten 9 pct. p.a., hvis kursen skal ligge omkring 100.

Tilsvarende har låntagers skattemæssige forhold betydning for dannelsen af indeksrenten sammenholdt med den traditionelle rente. Forholdet er det, at ved indekslån transformeres en del af det traditionelle låns rente til opskriv-

ning af kapital og bliver herved i almindelighed ikke-fradragsberettiget ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst. Er debitors marginalskat 60 pct., vil han betragte et indeksslån med de ovennævnte vilkår som ligestillet med et traditionelt lån. Er hans marginalskat derimod lavere, vil han på langt sigt kunne have fordel af at vælge et indeksslån.

Disse forskelle i skatteforholdene giver et første indtryk af, at bredere introduktion af indeksslån ikke vil betyde, at traditionelle lån forsvinder, og giver samtidig et indtryk af, at indeksslånenes markedsandel vil blive påvirket af beskatningsforholdene, ligesom naturligvis prisstigningsforventningernes spredning har betydning.

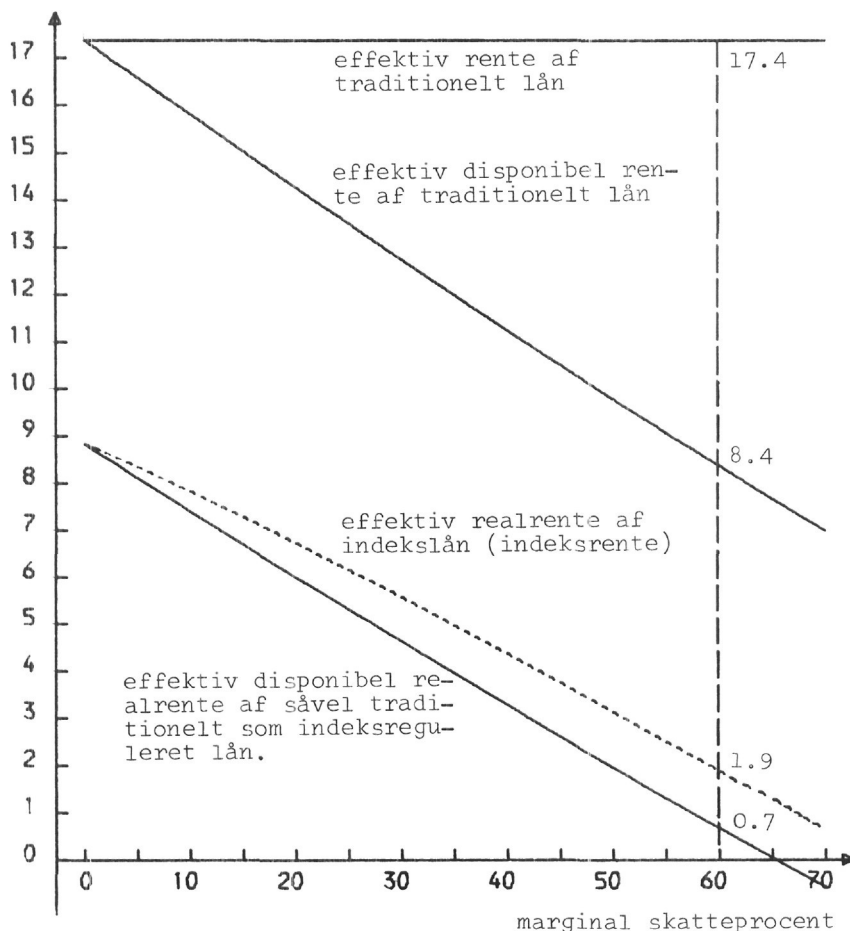
5. En vurdering af renteforholdene for indeksslån sammenlignet med traditionelle lån må tage sit udgangspunkt i, at i en temmelig lang periode vil traditionelle lånevilkår være toneangivende dels på grund af vægten af de allerede cirkulerende obligationer, dels fordi en betydelig del af de fremtidige låneforhold må antages at blive fastlagt på traditionelle vilkår, jfr. nedenfor punkt 9-13.

Som allerede nævnt kan renten på traditionelle lån begrebsmæssigt opdeles i en række elementer, nemlig realrente (prisen for at vente), prisstigningskompensation og risiko-godtgørelse, men forholdene kompliceres ved, at realrenten efter skat vil være forskellig fra person til person, alt efter beskatningsforholdene. Et relevant begreb for forståelsen af de følgende sammenhænge er derfor for såvel kreditor som debitor udtrykket effektive disponible realrente, dvs. den effektive rente efter fradrag for skat og prisstigninger.

Uanset at de enkelte elementer i renten næppe i praksis kan kvantificeres, vil det være nyttigt at anskueliggøre sammenhængene med det regneeksempel, der er opstillet i bilag a, hvor formålet har været under bestemte forudsætninger at beskrive tidsprofilen i ydelse og restgæld ved indeksslån og traditionelle lån. I dette eksempel er elementerne:

DIAGRAM 3.1. Sammenhængen mellem marginal skatteprocent og indekssrente. Beregningsekserpel.

rente pct. p.a.



Forudsætninger:

- (1) samme effektive disponible realrente af den betragtede traditionelle fordring (7 pct., 40-årig¹ annuitetslån, kurs 43, hvilket indebærer en effektiv rente på 17.4 pct. p.a.) og indeksfordringen (2 pct., 40-årig annuitetslån), hvilket antages opnået ved tilpasning af indeksfordringens kurs og effektive rente, mens den traditionelle fordrings effektive rente antages fast (17.4 pct. p.a.).
- (2) forventede prisstigninger på 10 pct. p.a. i de første 3 år, derefter 7 pct. p.a. i de resterende 37 år.

Effektiv rente af traditionelt lån 17,4 pct. p.a.
 - korrektion for 60 pct. skat af direkte rente -9,0 - -

Effektiv disponibel rente 8,4 pct. p.a.
 - korrektion for prisstigningsforventning -7,7 - -

Effektiv disponibel realrente 0,7 pct. p.a.

Under disse forudsætninger med hensyn til beskatning og prisstigningsforventninger vil udgangspunktet for en vurdering af indeksrenten herefter være:

Effektiv disponibel realrente 0,7 pct. p.a.
 + korrektion for 60 pct. skat 1,2 - -

Effektiv realrente (indeksrenten) 1,9 pct. p.a.

I diagram 3.1 er eksemplet udbygget med forholdene ved andre marginalsattesatser, men med en fastholdt prisstigningsforventning på 7,7 pct. p.a. i gennemsnit over tiden. Det fremgår heraf, at der til en kendt markedsbestemt effektiv rente af et traditionelt lån på 17,4 pct. p.a. svarer en effektiv disponibel realrente, der kan variere fra knap 9 pct. p.a. ved en skatteprocent på nul til 0 pct. ved en skatteprocent på 65 for derefter at blive negativ ved højere skatteprocenter. Den hertil svarende indeksrente før skat (effektive realrente af indeksslån - den stiplede kurve) ligger i et lidt højere niveau.

På markedet for indeksobligationer vil der naturligvis på et givet tidspunkt kun kunne eksistere én markedsrente for en given obligationstype. Hvor denne markedsrente kommer til at ligge, vil - under de givne prisforventninger - afhænge af beskatningsforholdene for kreditorer og debitorer.

Hvis markedsrenten for indeksslån (indeksrenten) f.eks. er 5 pct. p.a., kan det aflæses af diagram 3.1, at dette under den i eksemplet valgte prisforventning svarer til, at de kreditorer og debitorer, der har en marginalskat på 35 pct., vil nå til samme effektive disponible realrente (ca. 4 pct. p.a.) ved indeksslån som ved traditionelle lån. Er den marginale skat-

teprocent højere end 35, vil det fra kred tors synspunkt være fordelagtigere at placere i indeksfordringer. Er marginals-katten f.eks. 60 pct. (som i taleksemplet), ville han ved den forudsatte prisstigningsforventning på 7,7 pct. p.a. have betragtet en effektiv realrente for indeksslån på knap 2 pct. p.a. som et acceptabelt alternativ til traditionelle lån med en markedsrente (effektiv rente) på 17,4 pct. p.a. En indeksrente på 5 pct. p.a. er derfor gunstigere ene vilkårene for et traditionelt lån. Er marginals-katten derimod lavere end 35 pct., vil det være fordelagtigere at placere i traditionelle fordringer. Er kreditors marginals-kat f.exs. nul pct., vil indeksslån kun være et fordelagtigt alternativ til traditionelle lån, hvis markedsrenten for indeksslån er ca. 9 pct. p.a. eller derover. En markedsrente for indeksslån på 5 pct. p.a. vil derfor ikke være noget gunstigt alternativ, og valget vil falde på traditionelle lån.

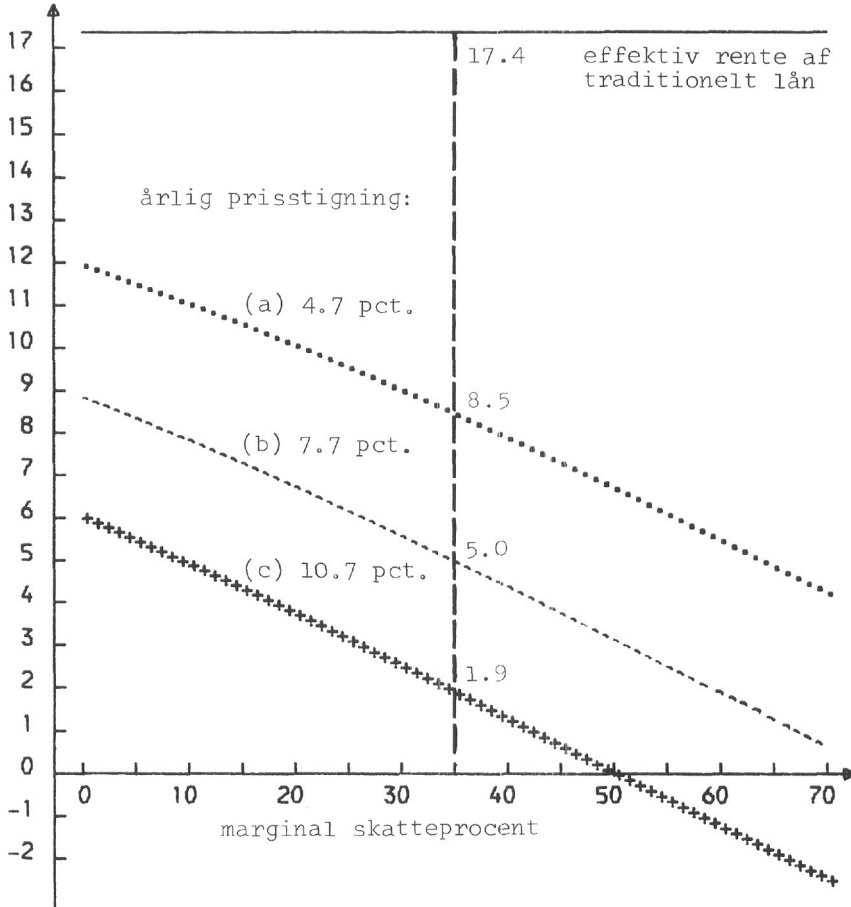
For debitorerne er situationen omvendt, idet disse vil have en fordel af at anvende indeksslån med en effektiv realrente på 5 pct. p.a., såfremt marginals-katten er lavere end 35 pct., og anvende traditionelle lån, såfremt marginals-katten er højere end 35 pct.

Konklusionen er altså, at indeksslån fra et kreditor-synspunkt vil være gunstigere, jo højere marginals-katten er, mens det omvendte er tilfældet for debitorer.

Ud over beskatningsforskelle vil der imidlertid også være individuelle forskelle i vurderingen af den fremtidige prisudvikling. Forskelle i prisforventningerne vil få indflydelse på vurderingen af markedsrenten for indeksslån, idet kreditorer, der på et givet tidspunkt venter relativt store prisstigninger i forhold til de dominerende forventninger, vil foretrække indeksslån (debitorer med de samme forventninger vil vælge traditionelle lån). Omvendt vil kreditorer, der venter relativt små prisstigninger, vælge traditionelle lån (debitorer, der gør det samme, vil vælge indeksslån). Disse forhold er anskueliggjort i diagram 3.2.

DIAGRAM 3.2. Sammenhængen mellem marginal skatteprocent og indeksrente. Beregningseksempler med forskellige antagelser om den forventede prisudvikling.

rente pct. p.a.



Kurverne svarer til følgende antagelser om prisudviklingen:

- (a) gennemsnitlig årlig prisstigning på ca. 4.7 pct.
(7 pct. p.a. i de første 3 år, derefter 4 pct. p.a.)
 - (b) gennemsnitlig årlig prisstigning på ca. 7.7 pct.
(10 pct. p.a. i de første 3 år, derefter 7 pct. p.a.)
 - (c) gennemsnitlig årlig prisstigning på ca. 10.7 pct.
(13 pct. p.a. i de første 3 år, derefter 10 pct. p.a.).
- Forudsætningen om en fast effektiv rente af traditionelt lån på 17.4 pct. p.a. og de øvrige forudsætninger er fælles med diagram 3.1.

Går man f.eks. igen ud fra, at indeksrenten er 5 pct. p.a., betyder det, at en kreditor, der har en marginalsat på 55 pct., vil betragte indekslån som et alternativ til traditionelle lån, hvis han har en forventning om, at priserne fremover vil stige med 7,7 pct. p.a. Betragter han det som sandsynligt, at prisstigningerne vil blive lavere, f.eks. 4,7 pct. p.a., vil han vælge traditionelle fordringer og først betragte indekslån som et alternativ, hvis renten af disse er 8,5 pct. p.a.

Anser kreditor derimod prisstigninger på 10,7 pct. p.a. for det sandsynlige, vil han betragte en indeksrente på 5 pct. p.a. som særdeles fordelagtig og ville eventuelt være villig til at nøjes med mindre. Først hvis indeksrenten ligger under 1,9 pct. p.a., vil vilkårene for indeksfordringer være ringere end for traditionelle fordringer. For debitor vil forholdet være omvendt.

Det må understreges, at diagrammerne 3.1 og 3.2 selv sagt ikke i sig selv giver nogen løsning på spørgsmålet om indeksrentens sandsynlige niveau. Til bestemmelse af dette må man have ganske bestemte forudsætninger med hensyn til tyngdepunktet i obligationsmarkedets prisstigningsforventninger og skatteforhold.

Det, kurverne først og fremmest illustrerer, er de særlige fordele, som dannelsen af et marked med såvel indekse-rede fordringer som traditionelle fordringer vil indebære for kreditorer og debitorer, dersom beskatningsforhold og/eller prisforventning afviger fra de forhold, der har skabt ligevægt på markedet. Forholdet er det, at der naturligvis kun kan findes ét renteniveau på hvert af disse markeder. Forskellen er bestemt af beskatningsforholdene og prisstigningsforventningerne for de dominerende markedsdeltagere. For en kreditor eller debitor, hvis skattemæssige forhold eller prisforventninger afviger derfra, vil det være muligt at opnå bedre vilkår, end hvis der kun fandtes ét marked.

6. Forinden der med megen usikkerhed kan drages nogen konklusion af det meget brogede billede, der er skitseret ovenfor under punkt 4 og 5 om beskatningens og prisforventningernes

indflydelse på realrenten, er det dog nødvendigt at inddrage endnu et element i vurderingen, nemlig spørgsmålet om, hvorvidt der er behov for en særlig risikopræmie i forbindelse med indeksslån.

Der kan her anføres to forhold, som må antages at trække i hver sin retning. På den ene side er det muligt, at selve indekssystemets karakter af justering af restgæld og ydelse vil medføre, at kreditor i sit valg mellem indeksslån og traditionelle lån betinger sig en risikopræmie på grund af usikkerhed om, hvorvidt debitorerne på længere sigt kan præstere den opskrevne ydelse, således at der altid vil være sikkerhed for en justeret restgæld. På den anden side må det antages, at nogle kreditorer vil lægge så stor vægt på selve det forhold, at der ved placering i indeksregulerede fordringer opnås sikkerhed for bevarelse af kapitalens og ydelsernes købekraft, at de vil acceptere et større nedslag i renten på indeksfordringer end svarende til de almindeligt forventede prisstigninger-

7. Skal man forsøge en sammenfatning af de under punkt 4-6 anførte elementer i rentefastsættelsen for indeksslån, må det først fremhæves, at betragtningerne hviler på den forudsætning, at indeksslån har opnået en tilpas markedsandel. I introduktionsfasen vil efterspørgselsforholdene være domineret af de långivere, der lægger størst vægt på sikkerhed af kapitalens realværdi og derfor vil være tilfreds med en lav - men formentlig positiv - rente af deres fordringer. Dette medfører specielle problemer, der er taget op i kapitel 4 om penge- og kreditforholdene.

På lidt længere sigt - dvs. når indeksslån har opnået en større markedsandel - vil den særlige køberpræference imidlertid have udtømt sin virkning. Markedsvilkårene vil da i større grad være bestemt af, at gruppen af långivere omfatter personer med forskellige beskatningsforhold, forskellig prisforventning og forskellig præference med hensyn til realsikkerhed contra øjeblikkelig høj disponibel renteindtægt.

Når en sådan situation er etableret, må man antage, at renten af indeksslån vil være steget i forhold til renten af traditionelle lån. Dette hænger sammen med, at långivere med lavere marginalbeskatning og med forventning om mere moderate prisstigninger efterhånden bliver grænsekøbere, hvorved indeksrenten tvinges opad.

Den større gennemsigthed, indførelse af indeksobligationer må antages at medføre, understøtter formodningen om, at indeksrenten for en tid vil komme til at overstige den rente, der med rimelige prisforventninger og typisk beskatning under de nuværende markedsforhold giver balance mellem effektiv disponibel realrente af traditionelle lån og indekslån. Det er nemlig ikke sandsynligt, at obligationskøberne på lidt længere sigt vil acceptere en meget lav - og slet ikke en negativ - indeksrente og næppe heller så høj en kurs, at den effektive disponible realrente bliver negativ.

Det er vanskeligt at have nogen bestemt opfattelse af, hvor markedsrenten for indeksslån vil placere sig, men en vis vejledning kan man måske hente i, at renteniveauet i perioder, hvor prisstigningerne var lave (som f.eks. i 30'erne) og derfor næppe har haft større betydning for rentedannelsen, lå omkring 4-5 pct. Denne periode var imidlertid samtidig kendetegnet af lav økonomisk vækst og en dermed følgende begrænset kreditefterspørgsel, ligesom marginalbeskatningen var væsentlig lavere end nu.

Sammenfattende kan man på baggrund af det anførte og under hensyntagen til gennemgangen af debitorinteressen nedenfor formode, at markedsrenten på indeksobligationer under normale kreditforhold vil ligge på et niveau af størrelsesordenen 4-5 pct. p.a. Hertil svarer - med kurser omkring pari - 1,6-2 pct. p.a. i effektiv disponibel realrente ved en marginalskatteprocent på 60. For en långiver/låntager med samme beskatningsforhold og ikke helt beskedne prisstigningsforventninger har den effektive disponible realrente i flere perioder været mindre og endog negativ på traditionelle fordringer.

I det lange løb vil en tilstand med en art højere effektiv disponible realrente af indeksobligationer end af

traditionelle obligationer imidlertid næppe være holdbar, og det må derfor antages, at den på grund af større gennemsigthed forøgede indeksrente til en vis grad vil smitte af på renten af traditionelle obligationer. Indførelse af indeksobligationer må med andre ord ventes at ville gøre markedet mere prisstigningsbevidst, end det tilsyneladende har været tilfældet i den lange periode, hvor der kun har været mulighed for traditionel låntagning og placering. I det omfang, en sådan tendens slår igennem, vil resultatet blive et højere renteniveau også for traditionelle obligationers vedkommende.

Det må understreges, at den nævnte vurdering af kurs- og renterelationerne på langt sigt bygger på beskatningsforholdene (60 pct. marginalskat af direkte rente og ingen skat af kapitalavance) og prisforventningerne for en given markedsdeltager. I det omfang, denne markedsdeltager ikke er typisk, må de ovenfor anførte konklusioner om rentedannelsen for indekslån og traditionelle lån modificeres.

Rentedannelsen vil endvidere afhænge af nogle betydelige kreditor- og debitorgruppers valg af fordringsform. På kreditorsiden kan nævnes livsforsikringsselskabernes placeringer, der vil være bestemt af omfanget af deres indekserede forsikringsforpligtelser. På debitorsiden vil meget afhænge af, om almenyttigt byggeri vil anvende indeksfinansiering.

Lånegrænser og lånevilkår.

8. I det foregående er alene diskuteret rente vilkårene for obligationslån, dvs. overvejende lån ydet af realkreditinstitutterne.

Introduktion af indekslån må imidlertid antages at få en følgevirkning dels på størrelsen af realkreditinstitutternes lån, dels på vilkårene for lån med pantesikkerhed efter indekslån.

Realkreditinstitutternes nuværende låneudmåling sker efter den eksisterende lovgivning inden for lånegrænser på 80 pct. for privat nybyggeri. Som følge af regulering efter et pristal kan restgælden ved indekslån i en periode komme til at overstige det oprindelige nominelle hovedstolsbeløb,

naturligvis afhængig af prisstigningstakten . Dette vil sandsynligvis føre til, at realkreditinstitutterne bliver mere forsigtige i deres låneudmåling, og at den del, som realkreditinstitutterne finansierer af ejendommens reelle anskaffelsespris (dvs. ekskl. kurstab), følgelig mindskes.

Det må dog herved tages i betragtning, at de nugældende aftaler mellem realkreditinstitutterne, regering og nationalbank om institutternes låneudmåling har ført til, at de faktisk anvendte lånegrænser er lavere end de lovmæssigt tilladte, således at der måske i forhold til de nuværende forhold ikke vil blive tale om nogen større reaktion. Aftalernes hovedformål har imidlertid alene været at foretage en midlertidig opbremsning i obligationsudmålingen for at tage toppen af den obligationsudstedelse, som fulgte med finansieringen af de store påbegyndelser af boligbyggeri, der skete i 1972 og første halvdel af 1973, og aftalerne tager ikke sigte på en permanent ændring af udmålingspraksis. Overgang til indeksfinansiering vil derimod sandsynligvis føre til, at lånegrænserne ved sådan finansiering permanent vil blive lavere end de nuværende legale grænser.

Ejerne vil derfor være henvist til at øge egenkapitalen eller optage større private lån, hvilket i sig selv sandsynliggør en højere gennemsnitlig lånerente. Hermed vil effekten imidlertid ikke være udtømt. Det forhøld, at der i en periode sker en ret voldsom forøgelse af realkreditinstitutternes pant i ejendommen som følge af opskrivningen af restgælden på indekslånet, vil uden tvivl samtidig skærpe lånevilkårene for private lån.

Disse forhold leder frem til, at introduktion af indekslån efter en overgangsfase sandsynligvis vil føre til, at den reelle byrde ved lånenes betjening vil øges set over

- 1) Til illustration kan nævnes, at den nominelle restgæld på et indeksreguleret 2 pct. 40-årigt annuitetslån ved en prisstigningstakt på 4 pct. p.a. vil passere maksimum på 1,3 gange hovedstolen efter forløbet af 20 år. Er prisstigningstakten alternativt 7 eller 10 pct. p.a., vil de tilsvarende tal være 2,7 gange hovedstolen efter 27 år, henholdsvis 6,1 gange hovedstolen efter 30 år.

lånets samlede løbetid i forhold til det traditionelle finansieringssystem. Det er dog klart, at markedsforholdene - dvs. valgfriheden mellem indeksfinansiering og traditionel finansiering - vil sætte en grænse for, hvor stor denne forskel kan blive.

I hvilke tilfælde vil indeksslån være en fordelagtig finansieringsform?

9. I den forudgående vurdering af renteforholdene for indeksslån har forudsætningen været, at indeksslån var et egentligt alternativ for långivere og låntagere, dvs. at indeksslån gradvis opnår en betydende markedsandel.

I det følgende skal foretages en kort gennemgang af, hvilke grupper af låntagere der må antages at anse indeksslån som et rimeligt eller gunstigt alternativ til traditionelle lån.

Det må her fremhæves, at en af debitorfordelene ved indeksslån ligger i, at tidsprofilen er anderledes end for traditionelle lån, idet ydelsen i begyndelsen af lånets afviklingstid er lavere end for traditionelle lån og derefter gradvis nærmer sig denne for i slutningen af lånets løbetid at ligge over ydelsen for traditionelle lån. Denne forskel i ydelsernes tidsprofil bliver mere udtalt, jo længere lånenes løbetid er. Hertil kommer, at debitor ved indekssystemet sikrer sig mod, at prisstigningerne bliver mindre end forudset (mens kreditor omvendt sikrer sig mod en uforudset forøgelse af prisstigningstakten).

Disse egenskaber ved indeksslån indebærer for debitor, at det først og fremmest er ret langvarige låneforhold, der er egnet for finansiering med indeksslån (for kreditor betyder dette på den anden side samtidig, at der må være rimelig sikkerhed for, at pantets værdi giver dækning for opskrivning af restgælden).

Det må dernæst nævnes, at indeksslån på grund af de særlige tinglysningsmæssige problemer, der er omtalt i kapitel 8, ikke vil være velegnet til at glide ind som erstatning for et indfriet lån, der er placeret forud for andre lån.

Disse forhold medfører, at indekslån først og fremmest vil være et anvendeligt alternativ ved finansiering af nyinvesteringer med ret lang løbetid - og rimelig værdifasthed - samt i tilfælde, hvor der kan ske refinansiering af hele lånekapitalen, eller hvor indekslån placeres sidst i prioritetssrækken, hvilket f.eks. typisk er tilfældet for sælgerpantebreve, eller hvor der i øvrigt kan stilles tilfredsstillende sikkerhed.

Med disse kriterier som grundlag fremgår det, at indekslånenes område først og fremmest vil blive boligbyggeriet og de dele af erhvervsinvesteringerne, som er af rimelig langfristet og værdifast karakter.

Disse objekter vil således være områder, hvor indekslån kan være en fordel for debitor og repræsentere en rimelig grad af sikkerhed for kreditor.

Om debitor rent faktisk vil anvende indekslån, vil på samme måde som for kreditor være bestemt af hans beskatningsforhold og hans prisforventninger.

Som ovenfor anført fører dette til, at debitorerne først og fremmest må søges blandt grupper med relativt lave marginalsatser (ikke alene øjeblikkelige, men gennem hele lånets afviklingstid) og blandt grupper, der nærer forventninger om relativt lave prisstigninger. Hertil kommer endvidere de grupper, der lægger vægt på sikkerhed mod en uforudset prisdæmpning og i øvrigt regner med stærke stigninger i indkomst, således at ydelsen til trods for den vækst over tiden, der forudses at ske ved indekslån, forventes at udgøre en faldende andel af den fremtidige indkomst.

10. Med disse antagelser som grundlag er det muligt, at indeksfinansiering vil være anvendelig for almennyttigt boligbyggeri som et alternativ til traditionel finansiering, men det må straks fremhæves, at indekslån må ses som et helt eller delvis alternativ til de betydelige subsidier, som i dag ydes til almenyttigt byggeri, hvor finansiering sker med traditionelle lån. Det renteinterval for indekslån, som meget groft er anskueliggjort ovenfor, vil ikke repræsentere nogen øjeblikkelig omkostningsmæssig fordel sammenlignet med almennyt-

tigt byggeri, som finansieres med traditionelle lån og op-når de forudsatte subsidier, jfr. bilag d.

Et eventuelt fremtidigt privat udlejningsbyggeri vil derimod (som anført i kapitel ,2) næppe være interesseret i at anvende indekslån, idet beskatning af hele lejeindtægten kombineret med små fradragsberettigede renteudgifter og store ikke-fradragsberettigede afdrag betyder større skattebyrde.

For det private parcelhusbyggeri (og ejerlejligheder), der udgør langt den overvejende del af det samlede boligbyggeri, vil vurdering af indekslån være knyttet til de generelle beskatnings- og prisstigningsafvejninger, men hertil kommer som et særligt element, at den lave begyndelsesydelse ved indekslån kan være en selvstændig tilskyndelse, selv om beskatnings- og prisstigningsafvejning isoleret set tilsiger at vælge traditionel finansiering.

11. Som nævnt ovenfor under punkt 9 vil indekslån for erhvervene først og fremmest være et alternativ til traditionel finansiering, når det drejer sig om langfristede lån med pantesikkerhed i aktiver med tilsvarende levetid og rimelig værdifasthed, således at det kan tilfredsstille kreditors krav om pantesikkerhed for justeringerne af restgælden.

Med hensyn til eventuelle korte lån kan det påpeges, at de gældende skatteregler formentlig indebærer, at indekstillæg vil være fradragsberettiget udgift: for erhvervsvirksomheder, der optager lån til finansiering af den løbende drift. Som nærmere omtalt i kapitel 6 om pengeinstitutter m.v. og kapitel 9 om skatteforhold medfører dette en åbenbar mulighed for en udnyttelse af skattereglerne ved at konvertere skattefri indekstillæg hos kreditor til fradragsberettigede udgifter hos debitor. Uanset at tilsvarende muligheder for udnyttelse af skattemæssige forskelle allerede findes med det nuværende finansieringssystem, forekommer denne oplagte mulighed for udnyttelse af beskatningsforskellene med hensyn til indekstillæg så alvorlig, at man må forudsætte ændringer af de nugæl-

dende regler på dette område. På denne baggrund skal muligheden for anvendelse af indeksslån til kortfristet erhvervsfinansiering ikke omtales nærmere her.

For de langfristede låns vedkommende kan man pege på landbrugets finansiering, herunder først og fremmest landbrugets ejerskifter. Her synes indeksslån umiddelbart anvendelige, men det må erindres, at tinglysningsmæssige forhold og pantestikkerheden for eksisterende lån kan vanskeliggøre en større udbredelse af indeksslån bortset fra muligheden for indeksslån sidst i prioritetsrækken, f.eks. i form af sælgerpantebrev, - eller i situationer med fuldstændig udskiftning af pantegæld.

Selv i disse situationer vil det nok være tvivlsomt, om indeksslån vil blive særlig anvendt. Det må her tages i betragtning, at indtjeningsmulighederne for landbruget i en meget lang periode har været bestemt af politisk fastlagte markedsforhold for landbrugsprodukter. Indeksslåns anvendelighed på dette område ville øges set fra debtors side, hvis der bruges et særligt indeks, der mindsker risikoen for, at ydelsen overstiger indtjeningsmulighederne. Et sådant indeks (f.eks. prisudviklingen for landbrugsprodukter eller landbrugets forrentningsprocent) vil dog næppe tilfredsstille mange långiveres opfattelse af værdifasthed, og skulle lån blive ydet på dette grundlag, må prisen antages at blive en rente af indeksslån, der ligger nærmere renten af traditionelle lån.

Byerhvervenes faste investeringer har normalt en tidshorisont, der er betragtelig kortere end i boligbyggeri og landbrug. Mange erhvervsinvesteringer afskrives over en relativt kort tid, og udviklingen i investeringernes værdi vil derfor næppe følge udviklingen i restgælden af et indeksslån. Allerede dette indikerer, at fordelene ved indeksslån - og dermed deres anvendelse - vil være af begrænset størrelsesorden for byerhvervene, idet man dog kan tænke sig systemet anvendt ved kontorejendomme og butikcentre. Der kan her tænkes lån med ret lang løbetid, således at der i en relativt lang tid kan ventes en lavere ydelse end for traditionelle lån.

Det må derfor antages, at indeksslån kun i begrænset omfang vil blive anvendt ved finansiering af byerhvervene.

12. Som et område, hvor indekslån kan finde anvendelse, må endvidere nævnes kommunernes og de selvejende institut-
ners låntagning.

For kreditorer vil sådanne lån blive betragtet som risikofrie.

Hvorvidt specielt kommunerne rent faktisk vil anvende indekslån, er imidlertid afhængig af en politisk vurdering i de enkelte tilfælde, idet fordele og ulemper vil være knyttet til bl.a. overvejelser om fordele ved øjeblikkeligt lave behov for skatteindtægter over for ulemperne ved at indbygge en nødvendig stigning i skatteprovenuet i fremtiden. Det må dog tilføjes, at beskatningsgrundlaget (indkomsterne) typisk vil stige mere end de indeksregulerede ydelser. Hertil kommer, at kommunerne ikke er bundet til en bestemt afdragsform, men har mulighed for at optage indekslån med en faldende afdragsprofil, hvis man ønsker en afvikling som ved traditionelle lån.

Det kan forekomme uheldigt, at en kommune ved at optage indekslån i stedet for traditionelle lån medvirker til formindskelse af det offentliges skatteindtægter. Dette beror på, at långivere, der beskattes af renteindtægt, men ikke af kursgevinster, betaler mere i indkomstskat af renteaflast af traditionelt udlån end af udlån på indeksbasis. Samme synspunkt vil kunne anlægges over for eventuelle lån på indeksvilkår optaget af staten eller statsinstitutioner under de forudsatte beskatningsforhold for indekstillaæg.

13. Konklusionen af det ovenfor anførte om debitorernes interesse i indekslån kombineret med, at pengeinstitutternes formidling af indekslån forudsættes at blive af begrænset omfang, peger i retning af, at omfanget af potentielle låntagere vil være relativt begrænset, medmindre det beslutes, at det almenyttige byggeris finansiering fremover skal ske ved indekslån som et alternativ til traditionel finansiering med de nuværende betydelige rentesubventioner.

Hvis det almenyttige boligbyggeri ikke anvender indekslån, vil dette som følge af det begrænsede udbud af indeksobligationer, der da vil fremkomme, føre til en lavere rente for indekslån. Dette vil utvivlsomt medføre, at finansiering af nye ejerboliger i noget større omfang vil ske med indekslån.

Kapitel 4.

Penge- og kreditpolitikken og indekslån.

1. Penge- og kreditpolitikken udgør her i landet, som i andre lande, et integreret led i bestræbelserne for at realisere sådanne generelle økonomiske målsætninger som høj beskæftigelsesgrad og vækstrate kombineret med en acceptabel prisudvikling og nogenlunde ligevægt i betalingsforholdene over for udlandet. Ud over styringen af investeringernes omfang og sammensætning har penge- og kreditpolitikken her i landet haft den opgave at sikre den fornødne kapitalimport til dækning af underskuddet på betalingsbalancens løbende poster samt at neutralisere den likviditetspåvirkning, som har sin baggrund i udviklingen på statsfinanserne.

Disse penge- og kreditpolitiske målsætninger er søgt realiseret gennem styring af rente- og likviditetsforholdene samt pengeinstitutternes kreditgivning og obligationsudstedelsen ved hjælp af sådanne pengepolitiske instrumenter som nationalbankens udlånsrentesatser og køb og salg af obligationer, kassebindingsregler, udlånsloft samt obligationsrestriktioner. Hertil kommer, at udformningen af valutabestemmelserne også i et vist omfang har været præget af pengepolitiske hensyn.

I det følgende skal diskuteres do problemer og muligheder, tilstedeværelsen af et dobbeltmarked - dvs. et marked bestående af såvel traditionelle som indoksregulerede fordringer - rejser for pengepolitikken. Pengepolitikken afgrænses i denne forbindelse til spørgsmålet om styringen af renteniveauet, likviditetsudviklingen og kreditgivningen. I gennemgangen er gjort den forudsætning at introduktionsfasen for indeksfordringerne er overstået, og at der på det lange marked eksisterer både indeksfordringer og traditionelle fordringer, mens det helt korte marked fortsat domineres af traditionelle fordringer.

Diskussionen vil blive afsluttet med en analyse af de særlige forhold, der må antages at ville gøre sig gældende i en introduktionsfase for indeksfordringer.

Rentepolitikken.

2. I den pengepolitiske styring af renteudviklingen er de traditionelle pengepolitiske instrumenter dels nationalbankens diskonto og øvrige udlånsrentesatser, dels nationalbankens køb og salg af obligationer (de likviditetsmæssige virkninger af sidstnævnte behandles i punkt 10).

Ser man på diskontoen m.v., har ændringer heri for det første traditionelt haft en forholdsvis direkte virkning på det korte marked gennem påvirkning af ind- og udlånsrentesatser i pengeinstitutterne. Denne sammenhæng er dog blevet svækket, især efter ophævelsen af renteaftalen mellem pengeinstitutterne i begyndelsen af 1973.

For det andet er nationalbankers rentesatser, når pengeinstitutterne stort set permanent er i gæld til nationalbanken, en omkostningsfaktor for pengeinstitutterne, og ændringer i disse satser vil derfor betyde en større eller mindre tilskyndelse til aktivitetsudvidelse. Dette gælder især erhvervelse af aktiver som f.eks. obligationer, hvor pengeinstitutterne kun har begrænsede muligheder for at påvirke afkastet. Derimod vil pengeinstitutternes interesse i f.eks. at øge udlånene kun i mindre grad blive begrænset af en rentestigning, idet pengeinstitutterne ofte vil have mulighed for at opnå kompensation for de forøgede renteudgifter ved en forhøjelse af udlånsrenteniveauet. En sådan renteforhøjelse vil dog set fra låntagernes synspunkt gøre banklån mindre attraktive f.eks. i forhold til låntagning i udlandet, så der ad denne vej kan blive tale om en påvirkning af pengeinstitutternes udlån via rentemekanismen.

Det bemærkes, at motivet til de nævnte renteændringer ofte har været hensynet til kapitalimporten, navnlig i perioder med ændringer i den internationale renteudvikling og/eller valutauro.

Såvel nationalbankudlånenes principielt kortfristede karakter som det forhold, at den væsentlige del af pengeinstitutternes ind- og udlån må forudsættes fortsat at blive forrentet på traditionelle vilkår, tilsiger, at nationalbankens diskonto og i hvert fald de udlånssatser, som fastsættes ud fra pengepolitiske hensyn, også fremover fastsættes nominelt.

3. Til støtte for det synspunkt, at myndighederne i stedet burde tilstræbe en direkte styring af renten på indeksmarkedet (dvs. styring af låntagerens "reale" finansieringsomkostninger), kan det i hvert fald teoretisk anføres, at der herved ville kunne opnås en mere effektiv rentepolitik, såfremt finansiering på indeksvilkår kom til at betyde, at der ved investeringsbeslutninger kunne ses bort fra usikkerheden med hensyn til den fremtidige prisudvikling. Dette vil dog kun fuldt ud være tilfældet, hvis indtægterne fra den specielle virksomhed, der finansieres med indeksslån, kan forventes at udvikle sig i takt med det reguleringsindeks, der anvendes i lånekontrakten, og denne forudsætning vil kun sjældent være opfyldt ved erhvervsinvesteringer.

Effekten af forsøg på en direkte styring af indeksrenter vil for det korte marked endvidere blive reduceret som følge af, at en dominerende del af pengeinstitutternes udlån vil være aftalt nominelt.

4. For så vidt angår den anden af de funktioner, som ovenfor er tillagt nationalbankens rentesatser, nemlig disse satsers betydning for pengeinstitutternes grænseomkostninger ved fremskaffelse af midler til finansiering af en aktivitetsudvidelse (via låntagning i nationalbanken), vil overgang til indeksregulering af en del af pengeinstitutternes ind- og

- 1) Det er i redegørelsen forudsat, at de i kapitel 6 nævnte problemer omkring formidling af kortfristet kredit på indeksbasis løses ved gennemførelse af særlige beskatningsregler eller på anden måde.

udlån ikke være af afgørende betydning. Selv ved en ret vidtgående indeksering vil det være muligt at påvirke pengeinstitutternes forventede fortjeneste ved en aktivitetsudvidelse, herunder også på indeksmarkedet. Dette skyldes bl.a., at nationalbankens udlån principielt er ganske kortfristede, således at betingelserne, også for de allerede udestående nationalbankudlån, kan ændres med omgående virkning.

En fortsat nominel fastsættelse af nationalbankens rentesatser vil dog kunne medføre, at disse må ændres mere direkte i takt med ændrede prisforventninger på kort sigt, end det er nødvendigt i øjeblikket, idet man i en situation med såvel traditionelle som indeksregulerede fordringer må forvente en øget gennemsigtighed med hensyn til sammenhængen mellem pengerente, prisforventninger og realrente.

5. Med hensyn til nationalbankens påvirkning af renteniveauet på det lange marked via køb og salg af obligationer, kan der sondres mellem på den ene side operationer, der har karakter af kurspleje, og på den anden side køb og salg som led i en aktiv rentepolitik fra nationalbankens side. Ved kurspleje forstås, at nationalbanken er i markedet med henblik på at dæmpe dag til dag udsvingene i kurserne samt bidrage til, at afvigelserne i kurs (rente) mellem ensartede papirer ikke bliver af urimeligt omfang, men at nationalbanken i øvrigt overlader bestemmelsen af niveauet til markeds kræfterne.

Hvad kursplejen angår, vil der næppe være principielle vanskeligheder ved at udstrække denne til også at omfatte køb og salg af indeksregulerede obligationer, forudsat at bestemmelsen af renteniveauet på de to markeder, herunder altså også renteforskellen mellem de to markeder, overlades til markeds kræfterne. Det må dog understreges, at der generelt er ret snævre grænser for den dæmpning af renteudsving, der kan opnås, hvis man strengt: skal holde sig til kursplejesynspunktet, idet det som regel vil være vanskeligt at afgøre, om en bestemt markedsudvikling er af kortsigtet tilfældig karakter og derfor i princippet bør neutraliseres

af kursplejen, eller om der er tale om en mere varig tendens. Hertil kommer, at der i et system med såvel traditionelle som indeksregulerede obligationer vil forekomme et vist uroelement som følge af, at renteforskellen mellem de to markeder principielt - omend i praksis sløret af beskatningsforholdene m.v. - må afspejle de typiske prisforventninger og ændringer heri.

6. Hvad dernæst angår markedsoperationer som led i en aktiv rentepolitik, hvor myndighederne enten ønsker at fastholde eller hidføre bestemte ændringer i renteniveauet, vil det afgørende spørgsmål være, om denne rentepolitik skal rette sig mod det ene eller det andet marked eller eventuelt mod begge markeder samtidig.

Hvis myndighederne ønsker at operere kun på ét marked, kan hensynet til rentepolitikens effektivitet som ovenfor nævnt i punkt 4 tale for, at rentepolitikken retter sig mod indekslånemarkedet. På den anden side vil indeksobligationsmarkedets, i hvert fald i en årrække, begrænsede andel af det samlede marked tale imod en sådan rentepolitik.

En rentepolitik gående ud på, at der samtidig tilstræbtes et bestemt renteniveau på hvert af de to markeder, ville i hvert fald i perioder kunne nødvendiggøre betydelig intervention og eventuelt indebære, at nationalbanken samtidig solgte obligationer af den ene type og købte af den anden type.

Rentedannelsen på markederne for indeksregulerede og traditionelle fordringer ved ændringer i prisforventningerne.

7. I en situation med markeder for såvel traditionelle som indeksregulerede fordringer vil den pengepolitiske problemstilling kunne blive påvirket af forskydninger - herunder af spekulativ karakter - mellem de to markeder, fremkaldt af ændrede prisstigningsforventninger hos markedsdeltagerne;.

Da den afgørende forskel mellem traditionelle og indeksregulerede fordringer er reguleringen af sidstnævnte efter et prisindeks, vil ændringer i prisforventningerne medføre ændringer i de relative renteniveauer (og dermed for obligationer og andre fastforrentede fordringer de relative kurser) mellem de to markeder¹.

Et væsentligt spørgsmål i denne forbindelse er, om sådanne ændringer i prisforventningerne må forventes navnlig at ville give sig udslag i rente- og kursdannelsen på indeksmarkedet eller på det traditionelle marked. Dette vil afhænge af en række forhold, af hvilke - ud over de nedenfor anførte - kan nævnes psykologiske faktorer, markedsdeltagernes informationsniveau og beskatningsforholdene. Den forskellige beskatning af prisstigningskompensationen ved henholdsvis traditionelle og indeksregulerede fordringer kan således medføre, at pengerenten må ændres mere end svarende til den samlede ændring i rente og (forventet) indekstillaæg for en indeksfordring, såfremt pengerenten skal indebære samme effektive disponible realrente som indeksrenten efter et skift i prisforventningerne.

For det synspunkt, at ændringer i prisstigningsforventningerne overvejende vil give sig udslag i pengerenten, mens indeksrenten vil være nogenlunde uændret, taler især, at sammenhængen mellem den almindelige prisudvikling og det løbende afkast af de kapitalgoder, der udgør et alternativ til passiv kapitalanbringelse, ved ændrede prisforventninger vil motivere ændringer i pengerente., men i og for sig ikke nogen ændring i indeksrenten. Det samme vil set fra debtors side gøre sig gældende, dersom erhvervelse af kapitalgoder finansieres ved låntagning, idet f.eks. højere afkast i kroner og øre muliggør betaling af en højere pengerente, men ikke en højere indeksrente.

Ud fra dette synspunkt burde ændrede prisstigningsforventninger også uden eksistensen af et indeksmarked give sig udslag i rente- og kursdannelsen på pengefordringer.

- 1) Mere præcist i det indeks, der anvendes ved indeksreguleringen af fordringer.

En præcis eftervisning af denne sammenhæng støder på den vanskelighed, at der f.eks. i en periode med forstærket prisstigning vil kunne være såvel forventningsmæssige som kreditpolitiske motiver til en rentestigning, .:igesom det under alle omstændigheder er meget vanskeligt at fastslå, hvor nøje publikums forventninger med hensyn til den fremtidige prisudvikling hænger sammen med den aktuelle prisudvikling. Det er dog karakteristisk, at renten både her i landet og i udlandet har været særlig høj under det sidste par års kraftige inflation.

For det synspunkt, at udslagene først og fremmest vil komme på indeksmarkedet, taler, at dette marked i en overskuelig fremtid kun vil udgøre en mindre del af det samlede penge- og kapitalmarked, og at renten på det traditionelle marked (pengerenten) kan blive betragtet som det "normale", hvorfra man skal trække en varierende prisforventning for at nå frem til en "ligevægtsrente" på indeksmarkedet.

8. Det må imidlertid antages, at indførelse af et indeksmarked vil forstærke prisforventningernes effekt på rente- og kursdannelsen for traditionelle fordringer, selv om en række institutionelle forhold kan virke dæmpende herpå. Den forstærkende effekt kan begrundes med, at publikum i øjeblikket som alternativ til pengefordringer kun har reale aktiver (herunder eventuelt aktier), i sammenligning med hvilke indeksregulerede fordringer vil være et nærmere alternativ. Publikum vil således have langt lettere ved gennem alternative anbringelses- og lånemuligheder at .:å pengereenten til at afspejle prisforventningerne og ændringer heri.

Det forekommer dog sandsynligt, at det øgede gennemslag i pengereenten fra prisforventningerne fortsat vil ske med en vis - om end måske mindre - forsinkelse. Som et typisk forløb kunne man tænke sig, at en forventning om f.eks. øget prisstigningstakt i første omgang kun gradvis slår igennem i pengereenten samtidigt med, at der i første omgang indtræffer et fald i indeksrenten - med andre ord, at der i starten sker en kursstigning på indeksmarkedet, men kun et begyndende

kursfald for traditionelle fordringer. På lidt længere sigt vil fordringsomplaceringer og øget realøkonomisk aktivitet føre til yderligere stigning i pengereenten (fortsat kursfald for traditionelle fordringer) og til stigning i indeksrealrenten op imod det oprindelige niveau (kursstigning afløses af kursfald for indeksfordringer).

9. Pengereentens større følsomhed for ændringer i prisforventningerne kan understøtte pengepolitikken i den forstand, at behovet for indgreb mindskes i takt med, at markedet bliver mere selvregulerende. Prisstigningsforventningerne vil typisk - f.eks. i en situation med efterspørgselspres - trække renten i den ønskede retning, selv om der kan være situationer, hvor det modsatte er tilfældet, og hvor rentepolitikken altså vanskeliggøres.

Hvorvidt pengereentens større følsomhed for ændringer i prisforventningerne i øvrigt kan føre til vanskeligheder for pengepolitikken, afhænger i høj grad af, hvor specificeret en rentemålsætning myndighederne har, og især om myndighederne samtidig har en specificeret målsætning på såvel markedet for traditionelle fordringer som markedet for indeksfordringer med henblik på at påvirke såvel investeringer finansieret på det ene som investeringer finansieret på det andet marked. Hvis dette er tilfældet, vil der for den lange rentes vedkommende som nævnt ovenfor kunne blive behov for betydelig intervention, eventuelt modsat rettet på de to markeder. For så vidt angår den korte rente i pengeinstitutterne, ville der ved fastlæggelse af en rentestruktur, som afviger fra den markedsbestemte, kunne blive tale om kødannelser i pengeinstitutterne. Dette ville kunne skabe behov for, at myndighederne - via nationalbankens mellemværender med pengeinstitutterne - absorberede markedsulige vægten ved modtagelse af indskud på "overskuds"-markedet og ydelse af lån på "underskuds"-markedet.

Det må dog som flere gange nævnt: antages, at myndighedernes rentepolitik i en ret lang periode navnlig vil rette sig mod pengereenten. Mulighederne for en isoleret styring af

denne vil formentlig ikke blive væsentligt påvirket af indførelsen af indeksslån, idet dog markedskræfterne som nævnt vil trække i retning af større følsomhed over for ændringer i prisstigningsforventningerne.

I en situation, hvor de indeksregulerede fordringer overvejende er langfristede og udgør en ikke ubetydelig del af det lange marked, kan det spille en rolle for rentepolitikken, at ændringer i den korte pengereente - f.eks. af hensyn til kapitalimporten - måske ikke i samme omfang som under det nuværende system vil slå ud i den lange pengereente, bl.a. fordi der vil være valgmuligheder mellem langfristede indekserede og traditionelle fordringer.

Likviditetspolitikken.

10. Den pengepolitiske styring af likviditetsudviklingen foregår dels ved nationalbankens køb og salg af obligationer, dels gennem nationalbankens udlånspolitik over for pengeinstitutterne, ligesom udformningen af valutarestriktionerne i et vist omfang tjener likviditetsmæssige formål. Som nævnt i indledningen har en af likviditetspolitikens opgaver været at modvirke effekten af svingninger i nettoindbetalingerne til staten.

For så vidt: angår regulering af likviditetsforholdene gennem køb og salg af obligationer, synes indførelse af indeksregulerede obligationer ikke at medføre større problemer. Hvis tilgangen af indeksobligationer bliver en væsentlig del af den samlede tilgang, vil det for at undgå renteforskydninger være naturligt at fordele køb og salg i samme forhold som tilgangens fordeling på de to obligationstyper.

Med hensyn til den påvirkning af likviditetsforholdene, der udgår fra kapitalimporten, fremgår det af kapitel 5 om indeksslån og internationale kapitalbevægelser, at tilstedeværelsen af et marked for indeksregulerede fordringer må antages at kunne give anledning til kapitalbevægelser over landets grænser.

Kreditpolitikkeno

11. Ud over den indirekte styring af pengeinstitutternes kreditgivning, der udgår fra de pengepolitiske myndigheders udformning af likviditetspolitikken, er den mere direkte styring af denne kreditgivning her i landet sket ved indførelse af udlånsloft og - i mindre omfang - kassebindingsregler.

Variable kassebindingsregler som pengepolitisk instrument har stort set kun været: anvendt i forbindelse med den såkaldte deponeringsordning, som var gældende fra 1965 til 1971. En væsentlig del af deponeringskravet blev i øvrigt opfyldt ved deponering af obligationer og for bankernes vedkommende ved forbedring af nettostillingen over for udlandet.

Indførelse af indeksregulerede fordringer synes ikke at påvirke variable kassebindingsreglers anvendelighed i pengepolitikken, idet pengeinstitutternes indestående på kassebindingskonti i nationalbanken altid vil kunne udmåles nominelt som en procentdel af indlånene og/eller udlånene, for de indeksregulerede kontis vedkommende inklusive indeks-tillæg.

12. I de senere år har en kvantitativ regulering af pengeinstitutternes udlån ved hjælp af udlånsloft været det dominerende kreditpolitiske instrument.

Hvis en sådan kvantitativ regulering opretholdes samtidig med, at en del af udlånene er indeksregulerede, kan der opstå vanskeligheder, hvis reguleringsindekset stiger stærkt samtidig med, at kreditpolitiske synspunkter tilsiger en fastholdelse af loftet. Det vil dog næppe være hensigtsmæssigt at tage hensyn hertil ved indeksregulering af en del af udlånsloftet. Andelen af indeksregulerede udlån vil nemlig være forskellig fra det ene pengeinstitut til det andet, og det ville ikke være rimeligt at give pengeinstitutter med høj andel af indeksudlån særlige fordele i forhold til pengeinstitutter, hvor udlånene er af traditionel art, men hvor kunderne i hvert fald på længere sigt vil forvente en gradvis forhøjelse af

deres kredittilsagn i takt med prisudviklingen. I øvrigt vil pengeinstitutterne selv ved et fastholdt eller kun svagt stigende udlånsloft løbende få frigjort udlånskapacitet ved tilbagebetaling af tidligere ydede lån, hvoraf en del så eventuelt må reserveres til opskrivning af udestående indeksregulerede lån.

Introduktionsfasen.

13. I introduktionsfasen kan det tænkes, at indekslånerenten for lange fordringer vil blive drevet ned på et lavere niveau end det på længere sigt sandsynlige, idet betydelige beløb med kort varsel vil kunne frigøres til investering i indeksfordringer, mens udbuddet af sådanne fordringer først vil fremkomme løbende hidrørende fra den del af investeringerne, hvor de i kapitel 9 omtalte skattemæssige forhold ikke taler imod indeksfinansiering. I en sådan situation vil specielt indeksfordringer med lang løbetid kunne blive drevet op i en urealistisk høj kurs med væsentlige efterfølgende kursfald til følge, ligesom der som nærmere omtalt nedenfor kan blive tale om en uønsket kraftig stimulans af investeringerne på de områder, hvor indeksfinansiering vil være nærliggende, jfr. kapitel 3.

Blandt midlerne til at imødegå en sådan udvikling i introduktionsfasen kan nævnes den mulighed at undgå udstedelsen af fordringer med meget lang løbetid, idet kursudsvingene på kortløbende fordringer generelt begrænses af, at det tidspunkt, hvor fordringen indfries til pari, ikke ligger langt borte. De i begyndelsen udstedte indeksfordringer med relativt kort løbetid (f.eks. 5 år) tænkes så senere, når renten på indeksfordringer har nået et mere "normalt" niveau, ombyttet med mere langfristede indeksfordringer. Selv om der her tænkes på en garanteret ombytningsret for et beløb svarende til restgælden, vil et sådant arrangement dog støde an mod debitorinteressen.

En anden mulighed for at tilfredsstille en stor éngangsefterspørgsel efter indeksfordringer ville være, om de

almennyttige boligselskaber fik adgang til og interesse i at ombytte traditionelle lån i de seneste årgange almenyttigt byggeri med indekslån. Herved vil man tillige modvirke et eventuelt kurspres på markedet for traditionelle obligationer i forbindelse med introduktioner af indeksfordringer.

En tredje mulighed er, at nationalbanken i denne fase foretager modgående køb og salg af henholdsvis traditionelle obligationer og indeksobligationer, udstedt af stat eller nationalbank. Herved ville man i realiteten lade nationalbanken optræde som en art "clearingcentral" i etableringsfasen, hvilket imidlertid har den virkning, at de pengepolitiske myndigheder på denne måde tilkendegiver deres vurdering af den sandsynlige prisudvikling.

Konklusion.

14. Af gennemgangen i det foregående af penge- og kreditpolitikken og indekslån fremgår det, at med hensyn til den pengepolitiske styring af likviditetsudviklingen og kreditgivningen synes tilstedeværelsen af såvel et marked for traditionelle fordringer som et marked for indeksregulerede fordringer stort set ikke at give anledning til problemer.

Med hensyn til likviditetspolitikken vil det være naturligt at fordele de pengepolitiske myndigheders køb og salg af obligationer i nogenlunde samme forhold som tilgangens fordeling på de to fordringstyper for at undgå en forvridning af markedsforholdene.

I relation til de to vigtigste kreditpolitiske styringsinstrumenter - nemlig kassebindingsregler og udlånsloft - vil tilstedeværelsen af indskud og udlån på indeksvilkår i pengeinstitutterne ikke være nogen hindring for, at udmåling af såvel kassebindingskrav og udlånsloft: fortsat vil kunne ske nominelt, for indekskontienes vedkommende på basis af de udestående beløb inklusive indeksopskrivning.

Der synes således ikke at opstå noget behov for en justering af kreditformidlingsloven i en situation, hvor der både findes traditionelle og indeksregulerede fordringer.

15. Med hensyn til de pengepolitiske myndigheders styring af renteudviklingen må det antages, at denne i en ret lang periode fremover fortsat vil rette sig mod pengerenten.

Specielt hvad angår påvirkningen af pengeinstitutternes rentesatser via nationalbankens diskonto- og øvrige udlånsrentesatser synes tilstedeværelsen af indeksregulerede ind- og udlån i pengeinstitutterne ikke - ud fra en pengepolitisk synsvinkel - at rejse noget behov for en fravigelse af det hidtil anvendte system med en nominel fastsættelse af disse satser, specielt da det korte marked fortsat må antages at blive domineret af traditionelle fordringer. Det må dog tilføjes, at selve eksistensen af et marked for indeksfordringer vil medføre, at markedskræfterne vil trække i retning af større følsomhed over for ændringer i prisforventningerne og dermed eventuelt nødvendiggøre ændringer i de nominelt fastsatte rentesatser mere i overensstemmelse med prisforventningerne på kort sigt, end tilfældet er i øjeblikket.

Til en vis grad vil der herved blive tale om en selvregulerende effekt, idet prisforventningerne typisk - f.eks. i en situation med efterspørgselspres - vil trække renten i den pengepolitisk ønskelige retning. Hvis myndighederne i en given situation omvendt ikke ønsker, at ændrede prisforventninger slår igennem i pengeinstitutternes (traditionelt fastsatte) rentesatser, vil eksistensen af et indeksmarked kunne øge vanskelighederne ved at realisere en sådan rentepolitik.

For så vidt angår påvirkningen af den lange rente via nationalbankens kurspleje, hvorved der søges opnået en dæmpning af kursudsvingene fra dag til dag samt en begrænsning af afvigelserne mellem i øvrigt ensartede papirer, synes den nye situation med to markeder ikke at give anledning til principielle vanskeligheder, forudsat man overlader bestemmelsen af renteniveauet på de to markeder og renteforskellen mellem disse til markedskræfterne.

Endelig kan det i en situation, hvor de indeksregulerede fordringer overvejende er langfristede og udgør en ikke ubetydelig del af det lange marked, spille en rolle for rentepolitikken, at ændringer i den korte pengerente måske ikke i

samme omfang som under det nuværende system vil slå ud i den lange rente.

16. Et særligt problem i relation til penge- og kreditpolitikken opstår i den fase, hvor de indeksregulerede fordringer - specielt sådanne med lang løbetid (indeksregulerede obligationer) - skal introduceres. Da man må vente et ringe udbud i denne fase i forhold til efterspørgslen, vil indeksrenten til at begynde med kunne blive meget lav sammenlignet med niveauet på længere sigt, men derefter stigende i takt med stigningen i den cirkulerende mængde indeksfordringer, hvilket igen vil kunne medføre betydelige kursfald for de først udstedte lavtforrentede indeksobligationer. Blandt midlerne til at imødegå en sådan udvikling kan nævnes den mulighed at undgå udstedelsen af fordringer med meget lang løbetid i denne fase gennem udstedelse af forholdsvis kortfristede indeksfordringer, der så senere - når indeksrenten er kommet højere op - kan ombyttes med langfristede indeksfordringer; et sådant arrangement vil dog støde an mod debitorinteressen.

En anden mulighed for at tilfredsstille en stor én-gangsefterspørgsel efter indeksfordringer ville være, om de almennyttige boligselskaber fik adgang til og interesse i at ombytte traditionelle lån i de seneste årgange almennyttigt byggeri med indeksslån.

En tredje mulighed er, at nationalbanken i denne fase foretager modgående køb og salg af henholdsvis traditionelle obligationer og indeksobligationer, udstedt af stat eller nationalbank. Her vil det imidlertid være en komplikation, at de pengepolitiske myndigheder gennem deres optræden tvinges til at tilkendegive deres vurdering af den sandsynlige prisudvikling på længere sigt.

Endelig skal det nævnes, at udlændinges køb af indeksregulerede fordringer i denne fase kan give anledning til særskilte problemer, jfr. konklusionen til kapitel 5 om internationale kapitalbevægelser og indeksslån.

Kapitel 5.

Internationale kapitalbevægelser og indekslån.

1. I det følgende skal spørgsmålet om indekslån og internationale kapitalbevægelser diskuteres. Efter en kort gennemgang af de forhold, der i almindelighed trækkes frem til forklaring af, hvorfor der overhovede-: foregår kapitalbevægelser landene imellem, vil fremstillingen i særlig grad blive koncentreret om de nye momenter, etableringen af et dansk dobbeltmarked, d.v.s. et marked for såvel traditionelle som indekserede fordringer, føjer til denne problemstilling, for så vidt angår kapitalbevægelserne mellem Danmark og udlandet.

Baggrunden for internationale kapitalbevægelser.

2. Internationale kapitalbevægelser har normalt - når bortses fra bevægelser i forbindelse med direkte investeringer og u-landsbistand - deres baggrund i renteforskelle, således at bevægelserne sker fra lande med lav rente til lande med høj rente. Da beskatningsforholdene (f.eks. i form af kuponskatter) kan variere fra land til land, må det siges at være forskelle i den disponible rente, der er afgørende. For den del af de internationale kapitalbevægelser, der udgøres af kommercielle kreditter, kan også spørgsmålet om kutyme og konkurrenceforholdene inden for den pågældende branche spille ind.

Af betydning for de internationale kapitalbevægelser er tillige, at sådanne bevægelser involverer en omlægning - eller en mulighed for en sådan - af de pågældende beløb fra én valuta til en anden. Hermed kommer spørgsmålet om det fremtidige omvekslingsforhold - den fremtidige valutakurs - ind i billedet som en selvstændig forklarende faktor sammen med de ovenfor nævnte renteforskelle. Ofte vil risikoen for en fremtidig valutakursændring virke modererende på de af renteforskelle fremkaldte kapitalbevægelser, idet

en kapitalindstrømning til et land med et ekstraordinært højt renteniveau kan blive dæmpet, for så vidt det høje renteniveau skyldes relativt kraftige prisstigninger med den deraf følgende risiko for devaluering. På samme måde kan en kapitaludstrømning fra et land med et relativt lavt renteniveau blive dæmpet af en risiko for en revaluering. f.eks. fordi det lave renteniveau skyldes prisstabilitet. I en situation med flydende valutakurser - og usikkerhed omkring de fremtidige kursrelationer - er det ligeledes ikke givet, at renteforskelle fremkalder kapitalbevægelser fra lavrentelande til højrentelande; renteforskellene kan derfor bestå igennem længere tid. De direkte renteforskelle mellem de enkelte lande vil således hyppigt blive modereret, når der tages hensyn til risikoen for valutakursændringer, og en tilsvarende dæmpning i de rentebestemte internationale kapitalbevægelser bliver så i sidste ende resultatet.

Dersom markedsdeltagerne på de internationale kapitalmarkeder i en given situation vurderer risikoen for valutakursændringer som meget stor, vil det oven i købet kunne observeres, at de internationale kapitalbevægelser sker i modsat retning af, hvad renteforskellene i sig selv betinger, d.v.s. at der forekommer kapitaludstrømning fra højrentelandene og indstrømning til lavrentelandene. Det skyldes, at den skønnede kursgevinst: ved valutakursændringen lagt oven i renten i lavrentelandet eller kurstabet trukket fra renten i højrentelandet gør lavrentelandet til et højrenteland og omvendt. Da denne type kapitalbevægelser direkte bygger på spekulation i valutakursændringer ved beregningen af det forventede samlede afkast, tales der om spekulative kapitalbevægelser, et fænomen, der i perioder har spillet en vigtig rolle på de internationale kapitalmarkeder.

Det skal fremhæves, at en række træghedsfaktorer virker hæmmende på omfanget af de internationale kapitalbevægelser. Dette gælder således manglende information om andre landes kapitalmarkeder, den almindelige økonomiske udvikling og institutionelle forhold i øvrigt. Endvidere skal nævnes skattemæssige forhold, herunder dobbeltbeskatnings-spørgsmål, og administrative procedurer m.v.

Endelig skal nævnes, at de internationale kapitalbevægelser gennem de enkelte landes valutabestemmelser kan være pålagt restriktioner, der hæmmer eller umuliggør disse bevægelser. Dette gælder i særlig grad de ovenfor omtalte spekulative kapitalbevægelser, som der udfoldes bestræbelser for at bekæmpe eller få under kontrol, bl.a. gennem de internationale samarbejdsorganisationer.

For Danmarks vedkommende må man i store træk sige, at restriktionerne i særlig grad er rettet imod de udadgående ikke-kommercielle kapitalbevægelser, som praktisk talt ikke er liberaliserede, samt mod såvel indad- som udadgående kortfristede kapitalbevægelser, der efter deres karakter er velegnede instrumenter for spekulative transaktioner.

Indadgående kapitalbevægelser i form af valutaudlændinges / køb af børsnoterede aktier og kroneobligationer samt tilbagesalg heraf er frie, efter at salget af kroneobligationer til valutaudlændinge er frigivet den 1. december 1974. Derimod har valutaudlændinge ikke adgang til at købe danske værdipapirer, der ikke er børsnoterede. Frigivelsen af valutaudlændinges køb af børsnoterede værdipapirer er foretaget i overensstemmelse med liberaliseringsforpligtelserne ifølge EF's kapitaldirektiver og OECD's kapitalkode. Valutarestriktioner for salg af børsnoterede indeksobligationer vil herefter forudsætte, at betingelserne for at opnå en midlertidig undtagelsesstilling i medfør af EF's og OECD's regler er opfyldt. Betingelserne "lerfor er, at de pågældende kapitalbevægelser medfører forstyrrelser i det danske kapitalmarkeds funktion, eller at der foreligger betalingsbalancevanskeligheder.

- 1) Som hovedregel personer, der ikke har bopæl her i landet.

Indeksobligationer og internationale kapitalbevægelser.

3. Efter således at have konstateret, at de internationale kapitalbevægelser, i det omfang de er liberaliserede, styres af renteforskelle landene imellem kombineret bl.a. med forventninger om de fremtidige valutakurser, skal det nu diskuteres, om introduktionen af indeksobligationer i Danmark ved siden af de traditionelle obligationer føjer noget nyt til den ovenfor skitserede problemstilling i relation til kapitalbevægelserne mellem Danmark og omverdenen.

I denne sammenhæng forekommer det hensigtsmæssigt at sondre mellem mere anlægsprægede udenlandske køb af danske fordringer og sådanne køb og salg, der har mere spekulativ karakter.

4. Ser man først på de kapitalbevægelser, der har deres baggrund i anlægsprægede køb, foretaget af valutaudlændinge, vil udgangspunktet for den enkelte investor være en samlet vurdering af den effektive rente, som over en længere årrække kan opnås ved alternative placeringer, dels landene imellem, dels inden for det enkelte land fordringstyperne imellem. I denne Vurdering indgår investors pris- og valutakursforventninger; men der er også grund til at nævne, at beskatningsforholdene kan blive af afgørende betydning for, hvilket land og hvilke fordringstyper købet vil blive placeret i.

I relation til anlægsprægede køb vil tilstedeværelsen af et dansk marked for indeksregulerede fordringer kunne få betydning på to områder. Dels vil et sådant isoleret dansk fænomen formentlig påkalde sig en vis interesse fra nogle udenlandske investorer, der ud fra et risikospredningssynspunkt vil finde det attraktivt at have en del af deres porteføljer placeret i sådanne fordringer. Dels vil det forhold, at et tab i forbindelse med en nedskrivning af kronens kurs - enten som resultat af den udbredte anvendelse af flydende valutakurser eller som følge af en ændring i centralkursen for kronen - i et vist omfang for indeksregulerede fordringer kompenseres gennem efterfølgende

stigning i det indeks, der reguleres efter, give de udenlandske investorer mulighed for i nogen grad at kurssikre placeringen ved at købe indekserede fordringer. Alt andet lige ligger også her et incitament til større udenlandske obligationskøb, end tilfældet ville have været i en situation uden et marked for indeksregulerede fordringer ved siden af markedet for traditionelle fordringer, når valutaudlændinges køb og salg af de to obligationstyper er liberaliseret. Samtidig betyder denne evne til delvis kurssikring hos de indeksregulerede obligationer, at selv forventninger om relativt kraftige nedskæringer af kronekursen ikke udløser så mange tilbagesalg, som tilfældet må antages at ville være for de investorer, der har anlagt i traditionelle obligationer. Det forhold, at indeksobligationer på længere sigt således også bliver mere eller mindre værdifaste målt i udenlandsk valuta, medfører til gengæld en moderering af virkningerne på betalingsbalancen af valutakursjusteringer.

Men også beskatningsforholdene - herunder ikke mindst forskelle fra land til land i, hvorledes de forskellige renteelementer beskattes - kan komme til at spille en rolle for, i hvilket omfang valuteudlændinge vil interessere sig for indeksregulerede obligationer som et anlægsobjekt. Det forhold, at en lang række af de valutaudlændinge, der i dag placerer på det danske obligationsmarked, må antages at være skattefrie, vil nok betyde en vis reduktion i interessen for indeksregulerede obligationer, hvis renteforholdene bliver som skitseret i kapitel 3, ikke mindst i introduktionsfasen, hvor indeksrenten må ventes at blive relativt lav.

Det er således vanskeligt at forudsige størrelsen af valutaudlændinges anlægsprægede køb af indeksobligationer, ikke mindst på længere sigt og sålænge der er tale om et isoleret dansk fænomen.

5. For de kapitalbevægelser, der har deres baggrund i de mere spekulationsprægede køb og salg, er det ikke størrelsen af den effektive rente, der er afgørende, men derimod udsigten til relativt hurtigt at opnå en gevinst (eller eventuelt undgå et tab). Det er med andre ord forventningerne til kursbevægelserne for de børsnoterede værdipapirer på kort sigt samt forventningerne til valutakursudviklingen på kort sigt, der er afgørende for retningen og omfanget af denne type kapitalbevægelser. Bag ved disse forventninger vedrørende såvel børskurser som valutakurser ligger naturligvis en opfattelse hos de udenlandske markedsdeltagere af spændingstilstande i renterelationerne mellem forskellige fordringer i det enkelte land og i valutakursrelationerne, fremkaldt af bl.a. udviklingen i de realøkonomiske forhold. Det bør nævnes, at de beskatningsmæssige forskelle fra land til land ingen rolle spiller i denne sammenhæng.

Indeksregulerede fordringer følger det nye til denne problematik, at da forskellen mellem renten på traditionelle fordringer (pengerenten) og indeksfordringer (indeksrenten) og ændringer i denne forskel i særlig grad er afhængig af prisforventningerne og ændringer heri, vil tilstedeværelsen af indekserede fordringer - såvel for de indenlandske som for de udenlandske markedsdeltagere - koncentrere interessen omkring disse forventningsforhold, hvilket igen vil virke tilbage på deltagernes vurdering af både pengerefterforskelle landene imellem og risikoen for valutakursændringer. Dette skyldes, at renteforskellene netop må antages i et vist omfang at kunne tilskrives forskellige prisforventninger i de enkelte lande, ligesom valutakursrisikoen kan være knyttet til forskellig prisudvikling i de enkelte lande og - måske i mindre omfang - forskelle i prisforventningerne.

Så længe de udenlandske markedsdeltageres opfattelse af prisforventningerne svarer til forskellen mellem pengereenten og indeksrenten, vil selve tilstedeværelsen af indeksfordringer ikke påvirke omfanget af de spekulative kapitalbevægelser mellem Danmark og udlandet.

Hvis de udenlandske markedsdeltagere forventer ændringer på kort sigt i forskellen mellem pengereenten og indeksrenten, f.eks. baseret på deres forventninger til den danske prisudvikling, kan selve tilstedeværelsen af indeksobligationer udløse "spekulative" kapitalbevægelser, der ellers ikke ville være forekommet. Dette gælder ikke mindst, så længe et sådant indeksmarked er et isoleret dansk fænomen. Det skal her bemærkes, at der i det følgende ses bort fra valutaudlændinges omlægninger af deres tilgodehavender her i landet fra traditionelle fordringer til indeksfordringer eller omvendt. Sådanne bevægelser er så at sige et indenlandsk fænomen og behandles derfor i kapitel 4 om indeksslån og penge- og kreditpolitikken.

6. Går man til en begyndelse ud fra, at forskellen mellem pengereenteniveauet og indeksrenteniveauet er for stor i forhold til de udenlandske markedsdeltageres (valutaudlændinges) vurdering af, hvad der på længere sigt vil svare til en naturlig forskel, kan det enten skyldes, at indeksrenteniveauet efter deres opfattelse er for lavt i forhold til et rimeligt placeret pengereenteniveau - eller omvendt, at pengereenteniveauet er for højt i forhold til et korrekt indeksrenteniveau, eller en kombination af de to muligheder.

Dersom det første er tilfældet, vil de udenlandske - og i øvrigt måske også de indenlandske - markedsdeltagere forvente et kursfald på indeksi'ordringer uden ændring i kursniveauet for traditionelle fordringer (og dermed i pengereenten). En sådan situation vil kunne udløse spekulative salg af de udenlandske markedsdeltageres beholdninger af indeksfordringer, hvilket - som et alternativ til omlægning til traditionelle fordringer - i et vist omfang må antages at udløse kapitaludstrømning. Når indeksrenten senere er blevet tilpasset pengereenten ved de givne prisforventninger gennem kursfald på indeksford-

ringerne, kan det - afhængigt af renteutviklingen i udlandet - tænkes, at en del af den udstrømmende kapital vender tilbage igen, efter at der er konstateret en kursgevinst.

Er derimod det andet tilfældet, d.v.s. at de udenlandske - og eventuelt også de indenlandske - markedsdeltagere med udgangspunkt i deres prisforventninger på grundlag af den indenlandske økonomiske situation skønner, at pengerenten er for høj, og at kurserne på traditionelle fordringer derfor må antages at ville stige i nær fremtid, vil der ske spekulative køb af traditionelle fordringer. Dette vil i et vist omfang kunne udløse kapitalindstrømning, som så, når den forventede rentetilpasning er sket, kan tænkes at blive fulgt af en vis kapitaludstrømning i forbindelse med eventuel realisering af de konstaterede kursgevinster.

7. En tilsvarende analyse af situationen, hvor forskellen mellem pengerenten og indeksrenten er for lille i forhold til markedsdeltagernes - herunder specielt de udenlandske - prisforventninger, giver også til resultat, at den forventede tilpasning kan udløse spekulative kapitalbevægelser over landets grænser. I den forbindelse kan det anføres, at erfaringsgrundlaget vedrørende de udenlandske investorers adfærd på det danske aktie- og obligationsmarked endnu er begrænset og behæftet med visse usikkerhedsmomenter, således at det er vanskeligt at drage generelle slutninger på grundlag heraf. De udenlandske investorers adfærd på det danske aktiemarked igennem de sidste par år synes at indicere, at en del af disse er relativt spekulationsbevidste, d.v.s. tilbøjelige til at realisere, når der ikke er en umiddelbar udsigt til kursgevinster. Det kan formodes, at udlændinges køb af traditionelle obligationer har noget større stabilitet. Som nævnt i kapitel 3 om renteforholdene for traditionelle lån og indeksslån, indtager indeksfordringer en mellemstilling mellem aktier og traditionelle obligationer,

hvorfor der måske også kan ventes en mellemstilling med hensyn til tilbøjelighed til at realisere, når en eventuel rentespænding er udlignet.

8. For de spekulativt prægede køb og salg af obligationer, der foretages af valutaudlændinge i forbindelse med forventninger om valutakursændringer, føjer indeksregulerede obligationer i sig selv intet principielt nyt til den problemstilling, der eksisterer i en situation, hvor handelen med traditionelle obligationer er liberaliseret. For såvel indeksregulerede som traditionelle obligationer vil det gælde, at de spekulativt anlagte valutaudlændinge vil realisere før (så tæt på som muligt) en nedskrivning af kronens centralkurs og købe før (så vidt muligt umiddelbart før) en opskrivning af kronens centralkurs. Hvorvidt disse transaktioner senere vil blive fulgt af andre - eventuelt modsatrettede transaktioner - vil afhænge af de i punkt 6 skitserede problemstillinger.

Uafhængigt af spørgsmålet om eventuel tilstedeværelse af et marked for indeksregulerede obligationer kan det nævnes, at den nuværende anvendelse af flydende valutakurser antageligt vil virke modererende på de ovenfor omhandlede spekulative kapitalbevægelser i sammenligning med forholdene i et system med faste, men justerbare kurser.

9. Kurserne på indeksfordringer må i introduktionsfasen (hvor indeksrenten ventes at blive lav, jfr. kapitel 3 om renteforholdene for indeksslån og traditionelle lån) formodes at ligge relativt højt, for så efterhånden at falde, svarende til den stigende indeksrente. En sådan kursudvikling vil antageligt betyde, at introduktionsfasen isoleret set ikke vil have megen interesse i relation til valutaudlændinges spekulativt prægede køb af indeksregulerede obligationer.

Konklusion.

10. Gennemgangen ovenfor af, hvorledes introduktionen og tilstedeværelsen af indeksregulerede obligationer påvirker kapitalbevægelserne mellem Danmark og udlånet, tyder for de anlægsprægede udenlandske køb og salg på, at en isoleret dansk etablering af et marked for indeksregulerede obligationer i sig selv vil medføre en kapitalimport bl.a. fordi disse obligationer vil give en vis sikring over for fremtidige valutakursændringer.

Af samme grund vil valutaudlændinges anlægsprægede placeringer i indeksobligationer i perioder med valutauro være mere stabile end deres anlægsplaceringer i traditionelle obligationer, hvor risikoen for tilbagesalg øges i disse situationer.

Men også beskatningsforholdene - herunder ikke mindst forskelle fra land til land i, hvorledes de forskellige renteelementer beskattes - kan komme til at spille en rolle for, i hvilket omfang valutaudlændinge vil interessere sig for indeksregulerede obligationer som et anlægsobjekt. Det forhold, at en lang række af de valutaudlændinge, der i dag placerer på det danske obligationsmarked, må antages at være skattefrie, vil nok betyde en vis reduktion i interessen for indeksregulerede obligationer, hvis renteforholdene bliver som skitseret i kapitel 3, ikke mindst i introduktionsfasen, hvor indeksrenten må ventes at blive relativt lav.

Det er således vanskeligt at forudsige størrelsen af valutaudlændinges anlægsprægede køb af indeksobligationer, ikke mindst på længere sigt.

For valutaudlændinges mere spekulativt prægede køb og salg af obligationer synes der derimod ikke at være tvivl om, at tilstedeværelsen af et dansk marked for indeksregulerede obligationer vil øge omfanget af disse transaktioner og dermed virke destabiliserende. Årsagen hertil er dobbelt. Dels vil udvidelse af antallet af fordringstyper på de finansielle markeder altid øge mulighederne for uligevægt typerne imellem og dermed spekulationsmulighederne. Dels vil indeksregulerede obligationer på en langt mere direkte måde, end tilfældet er i dag, bringe prisforventningselemen-

tet - .30m er et usikkerhedselement - ind i rentedannelsen, hvilket også vil øge spekulationsmulighederne.

Kurserne på indeksfordringer må i introduktionsfasen (hvor indeksrenten ventes at blive lav) formodes at ligge relativt højt for så efterhånden at falde svarende til den stigende indeksrente. Dette vil antageligt betyde, at introduktionsfasen isoleret set ikke vil have megen interesse i relation til valutaudlændinges køb af indeksregulerede obligationer.

Skulle udlændinges køb af indeksregulerede obligationer udløse kapitalbevægelser af en sådan størrelse, at disse bliver en trussel imod de indenlandske økonomisk-politiske målsætninger, kan det blive nødvendigt at opnå en undtagelsesstilling i henhold til EF's. kapitaldirektiver og OECD's kapitalkode og indføre midlertidige restriktioner over for udlændinges køb af indeksobligationer.

Kapitel 6

Indekssystemet i pengeinstitutter og ved forsikringsvirksomhed.

1. Som nærmere redegjort for i kapitel 2 og 3 må det antages, at der navnlig i perioder med tendens til forstærket prisstigning, hvor der ikke sker en tilsvarende forhøjelse af den traditionelle rente, vil være betydelig interesse for at placere opsparing i pengeinstitutter på indeksvilkår. Tilsvarende må det ventes, at der vil blive en vis interesse for tegning af forsikringer på indeksvilkår.

I det følgende undersøges, hvilke problemer indekssystemet eventuelt kan medføre ved kortfristet kreditformidling og for forsikringsvirksomhed.

Problemer ved kortfristet kreditformidling.

2. Et skattepligtigt pengeinstitut og andre skattepligtige kreditformidlere vil, da modtagelse af indskud og ydelse af lån henhører under næring (statsskattelovens § 5), kunne fradrage både rente og indekstillaæg vedrørende modtagne indlån og skal til gengæld medregne rente såvel som indekstillaæg vedrørende ydede lån i den skattepligtige indkomst. For ikke-skattepligtige kreditformidlere er situationen parallel hermed, jfr. i øvrigt bilag c. 5 om skattepligt. Disse skattemæssige forhold medfører, at det vil være underordnet for kreditformidleren, om formidlingen sker på traditionelle vilkår eller på indeksvilkår, såfremt summen af indekstillaæg og rente svarer til renten af traditionelle lån.

En vurdering af vilkårene for og omfanget af pengeinstitutternes kreditformidling på indeksvilkår kompliceres dog af forholdet omkring den skattemæssige behandling af indekstillaæg hos pengeinstitutternes indskydere og låntagere.

Disse komplikationer træder særlig klart frem under følgende konstellation af skattemæssige vilkår hos indsky-

dere og låntagere i pengeinstitutterne:

- a) En indskyder skal under visse forudsætninger ikke medregne tilskrevne indekstillæg på indskud ved opgørelsen af sin skattepligtige indtægt.
- b) For et pengeinstitut behandles rente og indekstillæg som nævnt skattemæssigt ens på indlåns- og udlånssiden.
- c) En låntagende erhvervsvirksomhed antages under visse forudsætninger at kunne fradrage såvel rente som indekstillæg vedrørende lån til finansiering af den løbende drift ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst.

Det må understreges, at der her er tale om et område, hvor usikkerheden om den gældende fortolkning med hensyn til den skattemæssige behandling af indekstilleg er meget stor, men det ser ud til, at den gældende lovgivning giver mulighed for at arrangere en del af pengeinstitutternes ind- og udlån på en sådan måde, at den skattemæssige behandling bliver som ovenfor anført under a) til c) .

Med dette forbehold illustreres i det følgende ved en række regneeksempler resultatet af en sådan konstellation af skatteforhold. Som beregningsforudsætning er anvendt en marginalskat på 60 pct. for både indskyder og låntager.

- 1) For indlåns vedkommende vil - som nævnt i kapitel 9 om beskatningsforholdene - skattefrihed for indekstillæg formentlig være betinget af, at indlånet er aftalt for mindst 2 år, samt at indekstillægget ikke kommer løbende til udbetaling på samme måde som renten. Ved kortere indlån og i hvert fald for indlån på 12 måneder og derunder vil en fortolkning ud fra hidtidig skattepraksis kunne føre til, at modtagne indekstillæg beskattes på lige fod med rente. For debitor må indekstillæg antages at blive fradragsberettiget udgift, for så vidt der er tale om finansiering af en erhvervsvirksomheds løbende drift i modsætning f.eks. til finansiering af anlægsinvesteringer. Det bemærkes, at arbejdsgruppen ikke er gået nærmere ind på de tekniske problemer i forbindelse med beregning af indekstillæg ved helt korte fordringer.

I eksempel 1 er vist forholdene under de gældende vilkår, f.eks. at pengeinstituttet modtager indlån til en rente på 12 pct. p.a. og genudlåner til 16 pct. p.a.

Antages det, at den forventede og faktiske prisstigning andrager 10 pct. p.a., kan man tænke sig, at pengeinstituttet som alternativ tilbyder indeksregulerede indlånskonti med en rente på 2 pct. p.a., og at pengeinstituttet genudlåner på traditionelle vilkår igen til en rente på 16 pct. p.a. (eksempel 2).

pc " p.	Indskyderens renteudbytte plus evt. indekstillæg	Låntagerens renteudgift plus evt. indekstillæg	Pengein- stituttets "rentemar- ginal"
---------	---	---	--

Eksempel 1.

Traditionelt indlån
Traditionelt udlån

Før skat	12	16	4
Efter skat	10,8	14,4	

Eksempel 2.

Indeksindlån
Traditionelt udlån

Før skat	2 + 10 = 12	16	4
Efter skat	10,8 + 10 = 20,8	14,4	

Eksempel 3.

Indeksindlån
Indeksudlån

Før skat	2 + 10 = 12	6 + 10 = 16	4
Efter skat	10,8 + 10 = 20,8	14,4 + 4 = 18,4	

Eksempel 4.

Som eks. 3, men ændret
fordeling af skatte-
fordel.

Før skat	0 + 10 = 10	5 + 10 = 15	5
Efter skat	0 + 10 = 10	2 + 4 = 6	

Endelig antages det i eksempel 3, at pengeinstitut-
tet anvender indeksering på såvel indlåns- som udlånssiden,
og at udlånet ydes til en person med fradragsret for indekstillæg.

3. Det fremgår af overgangen fra eksempel 1 til eksempel 2 eller 3, at hel eller delvis anvendelse af indeksslån i en finansieringskæde bestående af en indskyder, et pengeinstitut og en erhvervsmæssig låntager under de givne forudsætninger kan medføre en meget betydelig skattemæssig fordel. I eksemplerne illustreres denne af, at stemmen af årlig rente og indekstillæg hos indskyderen efter fradrag af skat går fra 4,3 pct.(eks. 1) til 10,8 pct. (eks. 2 og 3) samtidig med, at pengeinstitutts og låntagerens stilling er uændret i forhold til eksempel 1. Fordelen for indskyderen er en følge af, at der under de anvendte forudsætninger sker en transformering af en del af den skattepligtige rente (eks.1) til skattefrit indekstillæg (eks. 2 eller eks. 3).

Det bemærkes, at det ikke på forhånd er givet, at hele den opnåede skattefordel vil tilfalde indskyderen. I eksempel 4 er det således antaget, at indlånsrenten falder til 0 samtidig med, at låntagerens renteudgift reduceres med 1 pct., og pengeinstitutts "rentemarginal" stiger med 1 pct. Den samlede skattebesparelse, der i både eksempel 2 og 3 andrager 6 pct. p.a. i forhold til eksempel 1, vil i eksempel 4 stadig være 6 pct. p.a. eller noget større, da pengeinstitutts marginalsattesats typisk vil være mindre end indskyderens.

4. Modstykket til den skattebesparelse, som de tre led i finansieringskæden under ét vil kunne opnå ved at indrette sig i overensstemmelse med den i punkt 2 ovenfor indeholdte fortolkning af de gældende skatteregler, vil selvsagt være et fald i det offentliges beskatningsgrundlag. Hvor stort dette ville kunne blive, er vanskeligt at vurdere og afhænger - foruden af den præcise afgrænsning af de typer af mellemværender, for hvilke myndighederne vil acceptere at anvende de i punkt 2 nævnte skattevilkår - af den mængde indlån, som indskyderne er villige til at binde for en så lang periode som 2 år. Til belysning af det sidstnævnte kan anføres, at indskud i banker og sparekasser på over 3 måneders opsigelse andrager ca. 20 mia. kr. Det kan naturligvis ikke ventes, at hele denne ind-

skudsmasse vil blive overført til konti med mindst 2 års opsigelse, men til gengæld vil de gunstige vilkår, som vil kunne opnås, måske tilskynde til, at også en del indskud med kortere opsigelsesvarsel end 3 måneder overføres til sådanne konti. Under alle omstændigheder vil det potentielle tab af beskatningsgrundlag kunne blive betydeligt, især i en situation, hvor en person, der ikke beskattes af indekstillaæg, på samme tid kan optage et lån på traditionelle vilkår og placere midlerne på indekstilvilkår.

5. En anden virkning af de ovenfor forudsatte skatteregler vil være, at pengeinstitutternes konkurrencestilling vil blive væsentligt styrket over for kreditformidling over obligationsmarkedet. Dette hænger sammen med, at der på dette marked som hovedregel vil være tale om en symmetrisk behandling af indekstillaæg, idet skattefriheden for kreditor modsvares af, at der ikke er fradragsret hos debitor. Dette vil som nærmere omtalt i kapitel 3 om renteforhold medføre en tendens til, at forskellen mellem markedsrenten (renten før skat) på indekstilvilkår og på det traditionelle marked vil blive større end den forventede prisstigning, mens noget tilsvarende ikke behøver at gøre sig gældende på markedet for indskud i pengeinstitutterne. Hertil kommer, at der til indskud - uanset skatteforholdene - vil være knyttet den fordel, at indekstillaægget hurtigere bliver likvidt, idet indskud, selv under en betingelse om mindst 2 års løbetid, typisk vil have en langt kortere løbetid end obligationer. En tilsvarende indkassering af indekstillaæg vil naturligvis kunne opnås ved salg af obligationer før indfrielsestidspunktet, men i så fald vil der kunne blive tale om en kursrisiko.

6. Endelig forekommer det, at de gældende regler ved den i punkt 2 anførte fortolkning vil kunne medføre ikke ubetydelige afgrænsningsvanskeligheder for skattemyndighederne, når disse skal tage stilling til, om et konkret indekstillaeguleret lån har været anvendt til finansiering af den løbende drift, i hvilket tilfælde indekstillaægget vil være fra-

dragsberettiget, eller til f.eks. anlægsinvesteringer, i hvilket tilfælde der ikke vil være fradragsret.

7. I det foregående er navnlig set på situationer, hvor pengeinstitutterne er i stand til at formidle lån på vilkår, hvor forskellen mellem renten på indeksskonti og traditionelle konti stort set svarer til rimelige prisforventninger og dermed forventninger om indekstillæggets størrelse. Dette forudsætter, at pengeinstituttet opretholder en normal fortjenstmarginal samt er villig til at modtage indlån på indeksvilkår og genudlåne enten på traditionelle vilkår eller på indeksbasis til debitorer, som har fuld fradragsret for indekstillæg på samme måde som for renteudgifter.

Dette er imidlertid en meget forenklet problemstilling. Det må ventes, at der bliver stor interesse om indlån på indeksvilkår, hvis indekstillæggene ikke underkastes beskatning. Såfremt der i denne situation kræves balance mellem indlån og udlån på indeksvilkår, og der ikke i tilstrækkeligt omfang er låntagere, for hvem indekstillæg vil være fradragsberettiget, må pengeinstituttet enten rationere indlånene eller foretage en rentetilpasning, der kan skaffe balance. De forskydninger, der kan komme på tale, er af meget kompliceret karakter og vil sandsynligvis føre til, at forskeller mellem renten på indeksvilkår og traditionelle vilkår bliver større end svarende til rimelige prisforventninger. Selv om dette måtte blive tilfældet, vil resultatet dog fortsat blive en reduktion af det skattepligtige indkomstgrundlag.

Arbejdsgruppen har anset det for unødvendigt at analysere denne problemstilling i større detaljer end i den klare - om end stærkt forenklet - situation, der er skitseret foran, idet man på grund af de videre konsekvenser har set bort fra den mulighed, at man vil acceptere en transformation af skattepligtig indkomst til ikke-beskattet formuejustering. Af samme grund har man ikke fundet anledning til at analysere de meget komplicerede rentetilpasninger, der må forventes at ske mellem det korte og det lange fordringsmarked i en situation, hvor forskellen i renten af kreditformidling

på indeksvilkår og traditionelle vilkår på det korte kapitalmarked måske alene svarer til indekstillæggene, mens renteforskellen på det lange kapitalmarked, som anført i kapitel 3, må ventes at ville blive større.

8. Som anført har man anset det for overvejende sandsynligt, at skattelovgivningen med hensyn til indekstillæg vil blive krævet tilrettelagt således, at det ikke vil være muligt at transformere skattepligtig renteindtægt til ikke-skattepligtig formuejustering. Der kan her formentlig tænkes flere mere eller mindre omfattende ordninger. Dette problem har imidlertid ligget uden for arbejdsgruppens opgave, men man skal ikke undlade at gøre opmærksom på, at problemet kan henføres til, at prisstigningskompensationen (indekstillægget) i skattemæssig henseende kan blive behandlet forskelligt, når det drejer sig om indtægt eller udgift. En nærliggende løsning vil derfor være en regel om, at indekstillæg altid skal indgå i opgørelsen af den skattepligtige indkomst, såvel på indtægts- som på udgiftssiden. En anden mulig løsning, der dog heller ikke klarer alle problemer,, er, at indekstillæg altid skattemæssigt anses for indkomstopgørelsen uvedkommende. En mere radikal løsning vil være at forbyde anvendelse af indekssystemet i forbindelse med kortfristet kreditformidling.

9. I forbindelse med spørgsmålet om ind- og udlån på indeksvilkår i pengeinstitutterne må der tages stilling til, hvorvidt tilsagnet om at indeksregulere indlån med det i kontrakten aftalte reguleringsindeks skal indgå som en forpligtelse ved beregningen af egenkapitalens størrelse, der i henhold til bestemmelsen i lov om banker og sparekasser fra 1. januar 1975 skal udgøre mindst 8 pct. af de samlede gælds- og garantiforpligtelser.

Dette følger af, at den tilsagte fremtidige indeksregulering bliver en forpligtelse, der skal bogføres og følgelig dækkes af egenkapitalkravet på 8 pct.

En nøjagtig opgørelse af det fremtidige indeks-
tillæg vil ikke være mulig som følge af, at prisudviklingen
over en årrække ikke vil kunne forudsiges.

Hvis pengeinstitutterne skal kunne modtage lange
uopsigelige indlån på indeksvilkår, vil det derfor være nød-
vendigt, at der gennemføres en ændring af lovgivningen, even-
tuelt således at den fremtidige indeksregulering ikke kræves
bogført, såfremt pengeinstituttet har ti:svarende indeks-
regulerede aktiver. Et hertil svarende krav om balance mellem
ind- og udlån på indeksvilkår forudsætter fastlæggelse af
metoder, hvorved balancen kan opretholdes.. Afhængigt af, hvor
store afvigelser mellem ind- og udlånene på indeksvilkår man
vil tillade, vil disse metoder i større eller mindre grad
øve indflydelse på opsigelsesvilkårene m.v. for indeksregu-
lerede ind- og udlån i pengeinstitutterne.

Indeksregulering i forsikringsselskaber og pensionskasser.

10. For forsikringsselskaberne er der ikke større tek-
niske problemer ved indførelse af indekssystemet, men syste-
mets praktiske anvendelse vil være betinget af, af selskaber-
ne kan være sikre på at opnå balance mellem aktiver og passi-
ver på indeksvilkår. Opnås sådan balance ikke, kan der nemlig
opstå risiko for en relativ forringelse af de forsikringsta-
geres stilling, som har tegnet forsikringer af traditionelt
indhold, fordi en del af indtjeningen må reserveres til betje-
ning af den del af forsikringerne, der er tegnet på indekstil-
kår. Disse problemer er taget op nedenfor.

11. Gennemførelse af indeksregulering af ydelser i hen-
hold til forsikrings- og pensionskontrakter vil formentlig
ikke nødvendiggøre en ændring af lovgivningen på området, men
nærmere bestemmelser om sådanne kontrakter skal optages i for-
sikringsselskabernes tekniske grundlag og i pensionskassernes
vedtægter, og ændringer i disse skal godkendes af forsikrings-
rådet. For livsforsikringsselskaber gælder yderligere, at et
selskabs almindelige forsikringsbetingelser og selskabets tek-
niske grundlag skal godkendes af forsikringsrådet.

Det skal her bemærkes, at indekssystemet ikke er ukendt inden for dansk forsikringsvirksomhed; således er der tegnet et betydeligt antal indekskontrakter efter den i 1971 ophævede ordning, hvor staten garanterede indekseringen i medfør af lov nr. 260 af 2. oktober 1956. Det tilføjes, at der allerede eksisterer forskellige former for forsikringer, som i praksis yder en relativt høj inflationssikring. F. eks. kan der fortsat tegnes forsikringer, hvor præmien stiger efter samme regler som gjaldt for indekskontrakter. Ganske vist kan forsikringerne ikke mere tegnes med statsgaranti for indekstillæg til forsikringsydelse, men den høje pengerente, som synes at være knyttet til kraftig inflation, giver selskaberne mulighed for gennem bonustilskrivning at yde en vis kompensation for prisstigningerne.

Den følgende gennemgang af problemerne ved indeksregulering er koncentreret om livsforsikringer, idet indeksregulering af skadesforsikringer ikke volder nævneværdige problemer. Præmien kan på dette område beregnes og justeres årligt på grundlag af den forventede risiko, Ønsker man således at indføre indeksregulering af skadesforsikringsydelser, kan dette opnås ved regulering af præmien, hvilket: allerede sker ved en række forsikringsformer.

12. Livsforsikring adskiller sig fra skadesforsikring ved, at en del af de indbetalte livsforsikringspræmier, de såkaldte præmiereserver, anbringes i forskellige former for aktiver og først udbetales efter flere år. I tilfælde af indeksregulering af livsforsikringsydelser må der foruden regulering af præmien foretages placering af en passende andel af præmiereserverne i indeksregulerede fordringer, således at vilkårene med hensyn til præmie, bonus etc. ikke forringes for de forsikringstagere, der ikke har indeksregulerede kontrakter, og således at sikkerheden for de indeksregulerede kontrakter er den samme som for ikke-indeksregulerede. Dette forudsætter som et generelt krav, at der er parallelitet mellem reguleringsfaktoren på aktiv- og passivside. Under disse forudsætninger

skal det herefter undersøges, hvad der vil ske, hvis den faktiske andel af indeksregulerede præmiereserver afviger fra den nødvendige andel.

13. Hvis der anbringes for et større beløb reserver end nødvendigt i indeksregulerede fordringer, og hvis inflations-takten bliver mindre end svarende til balance mellem afkastet af indeksfordringer og traditionelle fordringer, vil selskabets forsikringsdeltagere blive dårligere stillet, end hvis de overskydende reserver var blevet placeret i traditionelle obligationer. En tilsvarende udvikling kunne forekomme ved placering af de overskydende reserver i aktier.

Denne situation volder næppe problemer i praksis, idet der kan skabes balance ved salg eller ops gelse af den overskydende beholdning af indeksfordringer.

14. Hvis der derimod anbringes for et mindre beløb reserver i indeksfordringer end nødvendigt, og hvis inflationstakten bliver større end svarende til balance mellem afkastet af indeksfordringer og traditionelle fordringer, vil forsikrings-tagernes situation blive forringet, idet selskabets indtægter i så tilfælde vil være utilstrækkelige til at dække de indeksregulerede forpligtelser.

Denne situation kan indtræffe, hvis udbudet af indeksregulerede fordringer - formentlig indeksobligationer - af en eller anden grund ophører. Det kan ikke udelukkes, at der kan opstå mangel på indeksobligationer over en så lang periode - måske op til 60 år - som livsforsikringskontrakter løber over. Her tænkes ikke så meget på et markedsbetinget svigt i udbudet, da alene forsikringsselskabernes efterspørgsel kan fremkalde et udbud, men navnlig på risikoen for et lovindgreb. Hvis denne risiko ikke kan elimineres, vil forsikringsrådet formentlig ikke tillade noget livsforsikringsselskab at tegne forsikringer, der indeholder garanti for indeksregulering af forsikringsydelse.

Risikoen for, at et forsikringsselskab ikke kan anbringe en tilstrækkelig andel af præmiereserverne i indeksregule-

rede fordringer, kan imødegås ved, at der i forsikringskontrakterne indføres en klausul om, at indeksreguleringen kan ophæves eller begrænses med et vist varsel. En sådan ordning ville dog være i strid med hidtidig dansk livsforsikringspraksis.

15. Ifølge pensionskasselovens § 1 er pensionskassernes "livsforsikringsvirksomhed" begrænset til forsikringsformerne: Alders-, invalide, enke- og børnepension, idet enkepension dog er blevet fortolket som omfattende enkemandspension. Et livsforsikringsselskab kan tilbyde en forsikringssøgende individuelt afpassede kombinationer af disse forsikringsformer - eventuelt tillige i kombination med kapitalforsikringer. Derimod er en pensionskasse for det første bundet til den i kassens vedtægter fastsatte kombination af de førstnævnte forsikringsformer, og for det andet kan den kun virke inden for den i vedtægterne definerede medlemskreds, f.eks. de i en virksomhed ansatte eller en kreds af personer med ensartet uddannelse, hvortil yderligere kommer, at ret og pligt til medlemskab af en pensionskasse følges ad.

Det vil heraf fremgå, at en pensionskasse - i givet fald - kun vil have mulighed for at gennemføre indeksregulering af medlemmernes rettigheder og forpligtelser, såfremt ordningen gennemføres for samtlige medlemmer af kassen eller i hvert fald for medlemsgrupper, der er sammensat efter rent objektive kriterier. Det må endvidere forudsættes, at medlemsbidragene til pensionskassen er indeksregulerede, og at de tilsagte pensionsydelse er forsikringsmæssigt beregnet for hvert enkelt medlem på grundlag af de for medlemmet indgående bidrag. Disse forudsætninger er på forhånd kun opfyldt af et fåtal af pensionskasser, som dog til gengæld har betydelige medlemstal. Der tænkes her på bl.a. pensionskasserne for overenskomstansatte akademikere og de til sygehusvæsenet knyttede pensionskasser.

Selv for disse pensionskasser vil indeksreguleringen kunne give vanskeligheder, idet der ikke er sikkerhed for, at medlemmernes lønninger - og dermed pensionsbidragene - fortsat vil følge de indeksreguleringsregler, der gælder for de aktiver, hvori midlerne kan anbringes.

I øvrigt er det altafgørende problem ved indeksregulering for pensionskasser som for forsikringsselskaber, om man kan få sikkerhed for at kunne placere de fornødne midler i indeksregulere de aktiver over et tilstrækkeligt langt tidsrum.

16. Konklusionen på det foranstående bliver, at indeksregulering af livsforsikringer og ydelser fra pensionskasser kun kan gennemføres, hvis der ydes garanti for, at forsikringsselskaberne og pensionskasserne til enhver **tid** kan købe de indeksregulerede fordringer, der er behov for, eller hvis der i aftalerne om indeksregulering er indført en klausul om adgang til med et vist varsel at ophæve eller begrænse indeksreguleringen.

Det bemærkes endvidere, at der ved indekserede forsikringsordninger allerede fra tidspunktet for policens tegning vil blive tale om væsentligt højere præmier end ved forsikringsordninger af traditionel art. Ved præmieberegningen af de traditionelle forsikringer og senere ved de årlige præmiereserveberegninger anvendes som beregningsgrundlag en rentefod, der for tiden er $4\frac{1}{2}$ pct. p.a. for kapitalforsikringer og $4\frac{1}{4}$ pct. p.a. for renteforsikringer. Da beregningsrenten for indeksforsikringer må baseres på, at renten af indeksobligationer **vil** være væsentligt lavere end renten af traditionelle obligationer, fører dette til højere præmier, men til gengæld får man så en værdifast forsikringssum. Byrden af den højere præmie ved forsikringer på indeksbasis vil dog for en stor dels vedkommende blive opvejet af større skattemæssige fradrag.

Kapitel 7.

Udenlandske erfaringer med indeksering af pengefordringer.

1. Udvalget har fundet det hensigtsmæssigt at søge oplysning om udenlandske erfaringer med indeksering af pengefordringer. Der findes i flere lande tilfælde af indeksering af pengefordringer, men udbredt anvendelse af indeksering igennem en længere periode på en række fordrings typer, og således at en betydelig andel af kreditmarkedet reguleres efter indeks, synes stort set kun at have fundet sted i Finland, Israel og Brasilien.

Der er grund til at understrege, at den institutionelle baggrund for anvendelse af indekslån i disse lande adskiller sig væsentligt fra forholdene her i landet. Penge- og kapitalmarkederne synes således ikke at være så udbyggede som her, hvor bl.a. realkreditinstitutterne automatisk kan finansiere investeringer i fast ejendom. Det må ligeledes nævnes, at den offentlige sektors behov for lånefinansiering i en årrække har været langt mindre i Danmark end i andre lande.

Indførelse af indekslån i de tre nævnte lande har således en anden baggrund og kan henføres til en række særlige omstændigheder.

I Finland udstedtes de første indeksobligationer i forbindelse med betaling af erstatninger til personer fra de ved krigsafslutningen afståede områder. For at sikre, at erstatningsbeløbene ikke udhuledes af de kraftige prisstigninger, anvendtes indeksobligationer. Indekseringen havde således et vist socialt sigte.

I Israel har anvendelse af indeksobligationer sin baggrund i, at man i de første år efter statens oprettelse havde en kraftig inflation, samtidig med at man søgte at tiltrække den opsparing, som indbragtes af indvandrerne.

De første israelske statslån reguleredes således i takt med kursen for US-dollars.

For så vidt angår Brasilien, må indekseringen af pengefordringer ses i lyset af, at markedet for langfristede fordringer var forsvundet under inflationen på op imod 100 pet. p.a. i begyndelsen af 60'erne; fra 1964-66 har man anvendt justering i takt med prisudviklingen på en lang række områder også uden for kapitalmarkedet.

Man kan konkludere, at et indekseringssystem rent teknisk har kunnet fungere - i hvert fald for en årrække - under de pågældende landes hver for sig specielle betingelser. Derimod kan der vanskeligt uddrages nogen konklusion - være sig positiv eller negativ - om indeksslånenes indvirkning på landenes økonomisk-politiske vilkår. Hovedindtrykket er, at indekseringssystemet i de pågældende tilfælde har suppleret, men ikke overflødiggjort, andre finansieringsformer eller andre økonomiske instrumenter. Indekseringssystemet har i perioder med høj inflationstakt bidraget til at opretholde opsparingen i pengefordringer. Der har i øvrigt - bortset fra i Brasilien - været en tendens til, at det er staten, der optræder som den dominerende debitor på det lange marked.

Foruden en omtale af de nævnte lande har man medtaget nogle indeksopsparingsordninger, der vil blive indført i England. Ordningerne er specielle, idet man rationerer adgangen til at købe de pågældende værdipapirer, uanset at der kun opnås en positiv realrente, såfremt opsparingen er bundet i 5-7 år.

Der følger herefter en beskrivelse af de enkelte landes særlige forhold.

Indeksregulerede fordringer i Finland.

2. Finland er det OECD-land, hvor indeksregulerede fordringer har haft størst udbredelse. Systemet begyndte med indeksregulering af obligationer, der blev ydet som erstatning

for mistet ejendom i de til Sovjetunionen afståede områder, for at opveje den uundgåelige inflation lige efter krigen. Da prisstigninger af varierende styrke viste sig at være en mere permanent foreteelse, indførtes i begyndelsen af halvtredserne indeksregulering af almindelige obligationer og lidt senere af langfristede indskud i pengeinstitutterne. Endvidere fik indeksregulering stigende udbredelse i pensionsordninger og livsforsikringer samt i kollektive lønaftaler og aftaler om landbrugets indkomster. Indeksregulering blev næsten helt afskaffet ved lov i 1968 som led i en indkomstpolitisk helhedsløsning efter devalueringen i 1967.

Indeksreguleringens udbredelse på de finansielle markeder sammenholdt med prisudviklingen fremgår af tabel 7.1.

Obligationsmarkedet.

3. Det første indeksobligationslån blev emitteret i 1952, og fra 1954 var over halvdelen af de solgte obligationer indeksreguleret i de fleste år, jfr. tabel 7.1. Ved udgangen af 1967 udgjorde indeksobligationer ca. 75 pct. af den udestående Obligationsmasse. Der blev benyttet 50 pct. og 100 pct. indekskláusuler baseret på engrosprisindeks og leveomkostningsindeks. Staten var langt den største låntager på obligationsmarkedet, og vilkårene for indeksobligationerne må bl.a. ses på baggrund af, at statsobligationerne som hovedregel var skattefrie for private. Endvidere udstedte kommuner, den industrielle hypotekbank og erhvervsvirksomheder i et vist omfang 50 pct. indeksregulerede obligationer, der hovedsagelig blev købt af pengeinstitutterne. Nogle af den industrielle hypotekbanks obligationer var knyttet til eksportprisindekset eller til sterlingkursen.

Indskud i pengeinstitutterne.

4. I Finland sker kreditformidlingen i øvrigt overvejende gennem banker, sparekasser og andelskasser. Renten bestemmes i høj grad af centralbankens rentepolitik, og i lange perioder blev renten fastholdt på et lavere niveau, end markedet ville have sat. Indeksreguleringen på obligationsmarkedet forstærkede kravet om inflationsbeskyttelse for indskud i pengeinstitutterne. I 1955 blev indeksregulering indført for indskud på mindst ét: år med et mindstebeløb svarende til ca. 900 kr.; mindstebeløbet sænkedes senere. Leveomkostningsindekset blev lagt til grund for 50 eller 100 pct. regulering. Renten af traditionelle tidsindskud var 1960-67 $4\frac{1}{2}$ pct. p.a., mens den pålydende rente af 50 pct. regulerede indskud var $3\frac{1}{2}$ -4 pct. p.a. og af 100 pct. regulerede indskud $2\frac{1}{2}$ -3 pct. p.a. Indtil 1964 var de 100 pct. regulerede indskud fuldt skattepligtige, mens andre tidsindskud var skattefrie.

Der var ikke symmetri mellem pengeinstitutternes indekspassiver og -aktiver, idet egentlige indeksregulerede udlån ikke forekom i væsentligt omfang før i slutningen af perioden. Derimod ydede forsikringsselskaber og det nationale pensionsinstitut 50 pct. indeksregulerede udlån allerede fra 1946-48, og statslån til elværker og andre virksomheder var til dels indeksregulerede.

Udgiften til pengeinstitutternes indekskompensation blev fordelt jævnt på låntagerne, dvs. især erhvervslivet, i form af "indirekte indekstillæg", der varierede efter pristigningerne og efter indeksindskuddenes andel af de samlede indskud; spare- og andelskasserne fordelte indekstillæggene gennem puljeordninger. Overvæltningen må ses på baggrund af, at renteniveauet var holdt lavere end betinget af markedsforholdene, og at der ikke var alternative finansieringsmuligheder.

Under den kraftige inflation i 1956-57 voksede indeksindskuddene stærkt til ca. 25 pct. af samtlige tidsindskud, jfr. tabel 7.1., og indekstillæggene for låntagerne nåede op på 1-2 pct. p.a. De følgende år, hvor priserne var

mere i ro, faldt indeksindskuddene, og de var næsten forsvundet i 1961. Da prisstigningerne på ry tog fart i 1964, steg indeksindskuddene atter kraftigt, og stigningen fortsatte de følgende år trods mere afdæmpede prisstigninger. Dette skyldtes bl.a., at de 100 pct. indeksregulerede indskud også blev fritaget for skat i 1964. Endvidere ophævedes visse skattebegunstigelser for investering i boligbyggeri ved udgangen af 1966, hvilket medførte øget interesse for at placere midler i indeksindskud. De store udsving i indeksindskuddene må desuden tilskrives, at åen traditionelle rente ikke ændredes under skiftende prisstigningstakt. De indirekte indekstillæg for låntagerne var $\frac{1}{2}$ -1 pct. p.a. i 1964-66.

Ophævelsen af indeksreguleringen.

5. Efter en periode med lav vækst, arbejdsløshed og betydeligt underskud på betalingsbalancen blev den finske mark devalueret med ca. 24 pct. i oktober 1967. Devalueringen forstærkede yderligere interessen for indeksindskud, som ved udgangen af 1967 var vokset til en trediedel af alle tidsindskud. De indirekte indekstillæg for pengeinstitutternes låntagere androg i begyndelsen af 1968 2-4 pct. p.a., mens indekstillæggene nåede 5-6 pct. p.a. på den del af bankernes udlån, som efter direktiv fra Finlands Bank blev egentlig 50 pct. indeksreguleret. Indeksreguleringen forøgede således de nominelle låneomkostninger på et tidspunkt, hvor investeringerne ønskedes stimuleret.

Devalueringen blev fulgt op af en indkomstpolitisk stabiliseringsaftale for at hindre, at dens virkning ophævedes af stærke prisstigninger. Den største risiko i så henseende udgik fra indeksreguleringen af lønningerne; men indeksreguleringen på de finansielle markeder blev også kritiseret. Fagforeningerne kunne kun acceptere en helhedsløsning, som ophævede indeksreguleringen af lønningerne, hvis indeksreguleringen også bortfaldt ved formueindkomsterne. I april 1968 vedtoges en lov, som afskaffede indekssklausuler i næsten alle kontrakter undtagen tidligere emitterede

statsobligationer, forsikringer og pensioner. Indeksreguleringen af eksisterende fordringer blev fastfrosset og afviklet, til dels ved hjælp af mindre rentetillæg. Endvidere fastsattes maksimalrentebestemmelser.

Devalueringen efterfulgtes af en periode med bemærkelsesværdig prisstabilitet og kraftig vækst. Indeksindskudene transformeredes til almindelige indskud uden større problemer. Der er siden blevet ført en mere aktiv rentepolitik. Forbudet mod indekskláusuler opretholdes stadig i sammenhæng med lønftalerne.

De seneste års inflationære udvikling har imidlertid givet anledning til nye overvejelser om indeksregulering, bl.a. for at imødegå virkningen af overdrevne prisstigningsforventninger på opsparingen i pengefordringer. Den finske sparekasseforening har i oktober 1974 foreslået indførelse af 100 pct. indeksregulerede 3-årige indskud fra privatpersoner, forrentet med 2 pct. p.a. og med beløbsover- og undergrænser svarende til henholdsvis ca. 75.000 kr. og ca. 750 kr. Pengeinstitutterne skulle umiddelbart udrede den del af indeksreguleringen (p.t. indtil $5\frac{1}{2}$ pct. p.a.), som kan dækkes af forskellen mellem 2 pct. p.a. og renten af traditionelle 2-årige indskud (p.t. 7f pct. p.a.) minus $\frac{1}{4}$ pct. p.a.; den eventuelt resterende del af indeksreguleringen tænkes dækket ved indirekte indekstíllæg fra låntagerne (jfr. ovenfor), udjævnet mellem pengeinstitutterne gennem et puljesystem under Finlands Bank og eventuelt pålagt udlånene selektivt. Der forudses således ikke egentlige indeksregulerede udlån.

Konklusion.

6. Sammenfattende kan det konstateres, at den finske indeksregulering af obligationer og tidsindskud bidrog til at opretholde opsparingen i pengeform i perioder med stærke prisstigninger og således modvirkede en flugt over i realaktiver. Teknisk voldte administrationen ikke store problemer for pengeinstitutterne. Ordningen kom imidlertid under stærkt politisk pres, da der skulle findes en indkomstpolitisk hel-

hedsløsning efter devalueringen i 1967. Det var ikke muligt at fortsætte indeksreguleringen af fordringer, når indeksreguleringen af lønninger blev ophævet. (En tilsvarende situation kunne tænkes forebygget ved, at lønudviklingen blev fastsat som overgrænse for enhver indeksregulering, jfr. kapitel 12, punkt 10.).

De finske erfaringer med indeksregulering er i teknisk henseende af begrænset relevans for danske forhold, bl.a. på grund af de store institutionelle forskelle. Det finske system adskilte sig fra det i Danmark foreslåede der- ved, at det offentlige var den dominerende låntager på obligationsmarkedet, og at indeksreguleringen i pengeinstitutterne ikke fungerede symmetrisk på kreditor- og debitorsiden.

Indeksregulerede fordringer i Israel.

7. Israels økonomi har været karakteriseret af en meget hurtig ekspansion, meget kraftige prisstigninger, en betragtelig opsparing og et stort importoverskud.

Målsætningen i pengepolitikken har været at opnå en samfundsøkonomisk balance i et samfund med meget store investeringsbehov og med byrden af at opretholde et stadigt krigsberedskab. Det har af forskellige grunde ikke været muligt at skattefinansiere de statslige udgifter fuldt ud, og staten har derfor haft et stort lånebehov, der har udøvet pres på kapitalmarkedet. Man har ved reguleringen af kreditformidlingen lagt vægt på prioriteringen af de enkelte investeringsformål.

Det private kapitalmarked, forstået som obligations- og aktiemarkedet og institutter for langfristede investeringer, spiller kun en beskeden rolle for den samlede kreditformidling. Da der indtil for nylig i lovgivningen var fastsat maksimalrenter for de enkelte lånetyper og -formål, der lå langt under markedsrenten, opstod i kraft af det konstante kreditefterspørgselspres et omfattende "sort" pengemarked, hvor renter op til 30-40 pct. ikke var ualmindelige.

Da indekstillæggene ikke betragtedes som rente i relation til maksimalrentelovgivningen, kunne man ved anvendelse af indeksslån tiltrække en del penge fra dette marked.

Indeksslån og forholdet til kapitalmarkedet.

8. Indeksregulerede fordringer blev indført i Israel i 1948 (i form af et statslån, der reguleredes i takt med kursen på US-dollars) , blev udbredt i midten af 1950'erne og er nu den låneform, der anvendes for 80-90 pct.'s vedkommende inden for det organiserede kapitalmarked for mellem- og langfristede fordringer. Der er ikke tale om en fortrængning af den traditionelle låneform. En stor del af den private finansiering af boligbyggeriet og statens långivning til erhvervsvirksomheder sker således på traditionelle vilkår, ligesom staten optager kortfristede traditionelle statslån med en relativt høj rente. De traditionelle låns markedsandel er dog faldet væsentligt.

Ved muligheden for investering i indeksslån har investering i aktier mistet en del af sin tiltrækningskraft som en relativt værdifast placering. Da der endvidere i en årrække har kunnet konstateres meget lave afkast af den investerede kapital, og da de almindelige aktier i Israel ikke giver stemmeret og dermed indflydelse på virksomheden og dens udlodning af udbytte, har man måttet konstatere, at kapitalen er søgt fra aktie- til indeksobligationsmarkedet.

Uden for obligationsmarkedet synes indeksslån ikke at have fået nogen særlig stor udbredelse. Bankernes ind- og udlån er langt overvejende lån af den traditionelle type.

- 1) Normalt betragtes valutaklausuler ikke på linie med indeksregulering af fordringer, men som følge af kraftige devalueringer af det israelske pund (l.£) har denne justeringsform kunnet bidrage til at opretholde realværdien for kreditor.

Ved bestemmelser om bankernes kapitalanbringelse og reserve-sammensætning har man dog tvunget disse til at aftage statsobligationer, herunder indeksregulerede obligationer, i betydeligt omfang.

Inden for forsikringsbranchen har man indført indeksregulering (realforsikringer) i 1957. Man har benyttet sig af den fremgangsmåde, at midlerne placeres igennem en aftale med det nationale el-selskab, som udsteder indeksslån med statsgaranti til opkøb for forsikringsselskaberne. Udstedelsen sker i takt med væksten i livsforsikringsselskabernes forpligtelser.

Indeksslån og renteniveau.

9. Indeksregulerede fordringer har i tider med stærke prisstigninger været en udbredt opsparingsform, som især staten har udnyttet til at skaffe midler -- ud over skatterne - til dækning af det stadige krigsberedskab og til udviklingsbudgettet. En betydelig del af lånene har været (omsættelige) tvangslån. Lånene har oftest været udbudt med relativt kort løbetid (op til 10 år), renter på 6-8 pct. p.a. og med regulering af såvel restgæld som renter efter leveomkostningsindeks eller valutakurser, se tabel 7.2. Som følge af en meget betydelig efterspørgsel efter indeksobligationer har man i 1974 bl.a. udbudt et lån med en løbetid på 10 år, en rente på 4 pct. p.a. og med indeksregulering, men disse vilkår afviger så meget fra de sædvanlige, at det har voldt betydelige vanskeligheder at afsætte dem, hvorfor obligationerne - i modsætning til tidligere - ikke har kunnet omsættes til kurser i nærheden af pari.

Tabel 7.2

Statsgæld.

Pr. 31/3; Mill. I. £ (Et I.£ = 1,48 kr. september 1974)

Gældstype	1956	1960	1965	1970	1971	1972	1973
I alt o	1084	2165	5734	15602	20047	27772	
<u>Indenlandsk</u>							
gæld, ialt	400	961	2568	8913	11217	15020	19053
Dollar reguleret	65	151	366	1551	2222	3265	3330
Reguleret med leve- omkost- ningsindeks	44	224	1280	4593	6158	8796	12391
Ikke-regu- leret	291	586	922	2769	2837	2959	3332
<u>Udenlandsk</u>							
gæld, i alt	684	1204	3166	6689	8830	12752	
betalbar i I.£	56	292	656	767	735	784	
i uden- landsk valuta	628	912	2510	5922	8095	11968	

Provenuet af statslånene genudlånes bl.a. til erhvervene og finansierer en meget stor **del** af de private investeringer. På baggrund af manglende skattefradragsret for indekstillæggene til kapitalen og usikkerheden omkring prisudviklingen har man ikke kunnet få erhvervene til at låne på indekstilvilkår, medens der for statslån til privat boligbyggeri kun synes at have været **mulighed** for indekstilån. Statens genudlån sker altså i vid udstrækning på traditionelle vilkår, der tillige er fordelagtige for låntagerne som følge af relativt lave renter, der langt fra afspejler prisforventningerne. Udlånene sker enten direkte fra staten eller via pengeinstitutterne.

Asymmetrien i, at staten til dækning af et betydeligt kasseunderskud låner på indeksvilkår, men hovedsagelig genudlåner på traditionelle vilkår uden tilstrækkelig rentekompensation, vil indebære en betydelig statsfinansiel belastning på længere sigt. Denne kan kun afhjælpes med en betydelig supplerende låneoptagelse i udlandet, nye indenlandske statslån og stadig øget skatteudskrivning. Den indenlandske statsgæld androg knap 20 mia. I.£ ultimo marts 1973, hvoraf alene 5 mia. I.£ hidrørte fra indekstillaæg for de sidste 3 år.

Beskatningen ved indeksslån.

10. Skattereglerne i forbindelse med indeksslån er en meget væsentlig faktor ved valg af lånetype.

For kreditorer sker der beskatning af renterne og indeksreguleringen af disse ved en endelig kuponskat med en sats på maksimalt 25 pct. ved kilden. Indekstillægget til restgælden er skattefrit for private (i modsætning til f.eks. pengeinstitutterne), hvilket er en undtagelse fra en hovedregel om, at kapitalgevinster beskattes med en særlig indkomstskat på 40 pct. Begrundelsen for skattefriheden er, at tillægget: er kompensation for den stedfundne værdiforringelse af kapitalen.

Hos debitorer kan renter og indeksregulering af renten fradrages i den skattepligtige indkomst. Derimod er der ikke nogen fradragsret for indekstillaægget til restgælden.

Skattereglerne er for nylig af en reformkommission foreslået ændret, således at indekstillaægget til restgælden med **visse** begrænsninger i forhold til den tid, kreditor har haft fordringen, skulle beskattes som almindelig indkomst.

Konklusion.

11. Da det israelske kapitalmarked i så høj grad er afhængigt af statens dispositioner på såvel udbuds- som efterspørgselssiden, og da der ikke er tradition for en organiseret langfristet realkredit, synes det vanskeligt at drage nogle konklusioner af de israelske erfaringer til sammenligning med danske forhold.

Den udbredte anvendelse af indekslån i Israel må dels ses i lyset af situationen omkring statens oprettelse, dels i lyset af, at det israelske kapitalmarked ikke er særlig udviklet.

Indekslånene synes at have bevirket en stagnation på aktiemarkedet. Erhvervenes vægring ved at finansiere investeringerne med lån på indeksvilkår og det kraftige incitament til at optage billige lån på traditionelle vilkår med henblik på en genplacering i de gunstige indeksobligationer synes at vanskeliggøre statens stilling ved at øge asymmetrien mellem lån og fordringer.

På baggrund af de seneste års udvikling, hvor indekstillæggene som følge af de stærke prisstigninger er vokset kraftigt, overvejer man således bl.a. beskatning af indekstillægget til restgælden (med visse begrænsninger i forhold til den tid, kreditor har haft fordringen).

Indeksregulerede fordringer i Brasilien.

12. Økonomisk vækst prioriteres i Brasilien meget højt, og man har derfor tilstræbt et højt investeringsniveau.

I begyndelsen af 1960-erne var inflationstakten i Brasilien blevet så kraftig, at det var umuligt at opnå langfristet indenlandsk finansiering, og selv om virksomhedernes selvfinansieringsgrad var høj på grund af stærkere prisstigninger end lønstigninger, førte finansieringsvanskeligheder til svækkelse i investeringstakten.

Udbredt anvendelse af indeksregulering er et af de midler, hvormed regeringen siden 1964 har søgt at genskabe grundlaget for vækstpolitikken. Brasilien er således det land, hvor indeksreguleringsprincippet er mest udbredt. Traditionelle økonomisk-politiske midler såsom finans-, penge-, pris- og lønpolitik spiller dog i Brasilien en mindst lige så fremtrædende rolle som i andre lande. Omfattende anvendelse af indeksreguleringsprincippet fjerner naturligvis ikke behovet for de traditionelle midler, hvis virkninger blot udspilles på en anden baggrund. Således får de pengepolitiske myndigheder mulighed for direkte at styre på real-renten, en mulighed, der er udelukket, hvis man alene er henvist til at operere med traditionelle fordringer.

Den udbredte anvendelse af indeksering har dog først og fremmest til formål at neutralisere de fordelingsmæssige konsekvenser af de stærke udsving i prisudviklingen samt at mindske tendensen til at foruddiskontere prisudviklingen - og dermed delvis fremkalde denne - ved indgåelse af økonomiske aftaler.

Samtidig har lønpolitik spillet en betydelig rolle, idet man for at mindske prisstigningstendenserne har holdt stærkt igen på lønstigninger. Alligevel har prisstigningerne fra 1969 til 1973 udgjort omkring 20 pct. p.a. Samtidig er i denne periode valutakurserne blevet tilpasset 8-10 gange om året i form af justeringer på mellem 0,6 og 3 pct. i forhold til \$. I 1974 forventes prisstigningerne dog på ny at øges til ca. 30 pct.

Indeksreguleringsprincippets udbredelse.

13. Indeksreguleringsprincippet anvendes i næsten alle kontraktformer i Brasilien. Systemets udbredelse er søgt beskrevet ved nedenstående kronologiske oversigt:

Indeksreguleringsprincippet udbredelse.

år	Område	Kommentarer
1964	Obligationer Bankindlån og -udlån • Husleje Skatteskalaer Skatterestancer Realbeskatning af virksomhedsindtjening	Private og offentlige Investeringsbanker og en husbank oprettes. Mindstelønnen er regu- leringsindeks. Indtil 1969 kun konse- kvent anvendt for over- normal profit
1965	Mindsteløn og offent- lige lønninger	
1966	Kollektive lønaftaler	Kun retningsgivende, jfr. punkt 15.

Engrospristallet er det mest anvendte reguleringsindeks. Indeksreguleringen foregår sædvanligvis ud fra de faktiske prisstigninger; i en del kontrakter anvendes dog også en på forhånd fastsat reguleringsfaktor. Sidstnævnte er især tilfældet ved kontraktformer med relativt kort løbetid.

Mens indeksregulerede fordringer er helt dominerende på det lange marked, er traditionelle fordringer hovedinstrumentet på det korte marked (op til $\frac{1}{2}$ år). Således er hovedparten af bankudlånene korte. Fordelingen af den private sektors beholdning af indeks- og traditionelle fordringer fremgår af tabel 7.3.

Tabel 7.3. Udvalgte finansielle aktiver hos den private sektor i Brasilien, 1966-73^{a)}.

Millioner cruzeiros

Type af aktiv	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Betalingsmidler	10,946	15,664	22,377	28,234	35,434	46,033	63,814	93,897
Andre finansielle aktiver, i alt	2,267	4,159	8,450	12,507	22,786	36,623	60,680	94,847
Tidsindskud i banker, i alt	387	796	1,502	2,100	4,440	9,490	17,016	27,517
Ikke-indeks-regulerede	246	327	447	162	157	171	213	170
Indeksregulerede	141	469	1,055	1,938	4,283	9,319	16,803	27,347
Tidsindskud i opsparingsinstitutioner	...	66	342	893	2,119	3,808	7,777	14,490
Obligationer udstedt af boligfinansieringsinstitutioner	7	140	461	1,087	1,859	2,954	4,726	6,340
Statsobligationer	967	1,052	1,587	2,255	4,116	4,742	4,062	3,724
Skatkammerbeviser	...	...	...	...	496	1,239	4,794	5,911
Veksler	906	2,105	4,558	6,172	9,756	14,390	22,305	36,865
Indskud vedr. det sociale sikringssystem	...	629	1,902	3,611	6,040	9,813	14,788	20,982
Ændringer i beholdninger af finansielle aktiver bortset fra betalingsmidler i pct. af bruttofaktorindkomsten	...	2.6	4.3	3.0	5.9	5.9	8.0	8.8

Procentvis fordeling af finansielle aktiver (bortset fra betalingsmidler) på traditionelle fordringer og indeksfordringer.

Traditionelle fordr.	51	51	48	39	36	34	36	37
Indeksfordringer	49	49	52	61	64	66	64	63

Kilder: Conhuntura Economica og Banco Central do Brasil, Relatório Anual.
a.) ultimo år.

Tabellen viser, at de indeksregulerede fordringer gradvis har øget markedsandelen, til den er stabiliseret ved en andel på knap 2/3 af de finansielle fordringer, excl. betalingsmidler (sedler og anfordringsindsud). Der har således ikke været tale om de udsving i markedsandele, som forekom i Finland.

Virkninger af indeksregulering.

14. En dækkende redegørelse for virkningerne af indeksregulering i Brasilien forudsætter en omfattende analyse af den samfundsmæssige udvikling siden 1964. En sådan analyse foreligger ikke, hvorfor der kun kan udledes partielle konklusioner. Indeksregulering har i Brasilien således understøttet genskabelsen af det lange fordringsmarked, idet indeksregulerede fordringer har muliggjort reale låneaftaler, der i perioder med accelererende inflation har tilladt en højere (en positiv) realrente.

Af mindst lige så stor betydning for at etablere et funktionsdygtigt kapitalmarked har det dog været, at der siden militærregeringens overtagelse af styret i 1964 er sket en ændring i den funktionelle indkomstfordeling til betydelig ugunst for lønmodtagerne. Dette har ført til en stigende samlet opsparing og større selvfinansierungsgrad i virksomhederne.

Anvendelsen af indeksreguleringsprincippet må således ses i lyset af, at økonomisk vækst har været prioriteret højt, og at man gennem dette princip har tilstræbt at neutralisere virkningen af prisstigninger på opsparing og investering. Prisstabilitet har ikke i sig selv været et højt prioriteret mål, men prisstigningstakten har dog i begyndelsen af 1970-erne været væsentligt lavere end tidligere - en ændring, som imidlertid må ses i snæver tilknytning til den førte lønpolitik, der nærmere er beskrevet nedenfor.

15. Udgangspunktet for lønfastsættelsen i et givet år har været reallønnen for de foregående 24 måneder samt den forventede pris- og produktivitetsudvikling for det kommende år. Indtil 1966 så regeringen bort fra produktivitetsudviklingen. Anvendelsen af denne reguleringsmetode for lønningerne har ført til en forringelse af lønmodtagernes stilling i årene indtil 1968 på grund af, at den faktiske prisstigning blev større end den forventede, og senere fordi der skete en undervurdering af den forventede produktivitetsstigning, der specielt efter 1968 viste sig at blive meget stærk, jfr. i øvrigt tabel 7.4 .

Lønformlen er kun retningsgivende, og lønmodtagerne og de enkelte virksomheder kan slutte aftaler på et andet grundlag, hvilket er baggrunden for, at gennemsnitslønningerne er steget stærkere end lønningerne efter lønformlen. Imidlertid har denne mulighed ikke forhindret, at den funktionelle indkomstfordeling som nævnt siden 1964 er ændret til betydelig ugunst for lønmodtagerne. Fra 1964 til 1967 steg den gennemsnitlige realløn således med godt 2 pct. p.a. i industrien, hvilket klart lå under produktivitetsstigningen, og fra 1967 til 1971 steg reallønnen i industrien med knap 5 pct. p.a., mens produktivitetsstigningen oversteg 6 pct. p.a. I 1972 var der parallelitet mellem realløn og produktivitetsudvikling; i 1973 steg reallønnen lidt mere end produktivitetsudviklingen. Det må fremhæves, at lønfastsættelsen må betragtes som hørende uden for det egentlige indeksreguleringsprincip.

Brasilianske erfaringer.

16. Problemstillingen i et udviklingsland som Brasilien er forskellig fra problemstillingen i Danmark. Brasilianske erfaringer kan derfor ikke uden videre overføres til danske forhold.

Tabel 7.4 Nogle indikatorer vedrørende stabiliseringspolitikken i Brasilien, 1963-73

År	Underskud på stats- budgettet (pct. af brut- tofaktorind- komsten)	Penge- rente (pct. p.a.)	Årlig procentvis ændring				Implicit prisindeks for brutto- faktorind- komsten
			Penge- mængden	Bankudlån til den private sektor	Real minimums- løn	Real brutto- faktor- indkomst	
1963	4.2	78.4	64.3	55.1	-8.8	1.5	78.0
1964	3.2	83.0	84.6	80.3	-0.1	2.9	87.8
1965	1.6	80.2	76.5	57.5	-6.1	2.7	55.4
1966	1.1	78.0	15.8	33.6	-7.3	5.1	38.8
1967	1.7	59.9	43.1	55.8	-3.7	4.8	27.1
1968	1.2	55.7	42.5	64.8	1.0	9.3	27.8
1969	0.6	57.4	32.6	43.2	-3.9	9.0	22.3
1970	0.4	54.3	26.7	34.4	-0.8	9.5	19.8
1971	0.2	54.3	31.3	45.5	-0.9	11.3	20.4
1972	0.2	49.0	33.5	45.1	2.8	10.4	17.0
1973	-0.1	44.4	46.8	45.4	3.8	11.4	15.5 ¹⁾
1974	-	-	-	-	-	-	30.0 ¹⁾

Kilder: Conjuntura Economica og supplement: Boletim do Banco Central do Brasil Anuario

Estatistico og Banco Central do Brasil, Relatorio Anual, 1972 (1973)

1) Oplyst af den brasilianske ambassade i London. Tallet for 1974 er et foreløbigt skøn.

Nogle hovedkonklusioner kan dog drages. For det første betyder indeksregulering naturligvis ikke, at andre former for økonomisk politik kan opgives. Introduktion af indeksreguleringsprincippet betyder blot, at den almindelige økonomiske politiks virkninger udspiller sig på en anden baggrund. Specielt må de nye pengepolitiske muligheder fremhæves¹.

For det andet viser det brasilianske eksempel, at en udbredt anvendelse af indeksreguleringsprincippet teknisk kan fungere i praksis og kan være en forudsætning for - eller i hvert fald er forenelig med - en aftagende inflationstakt og høj økonomisk vækst.

Indeksreguleret opsparing i England.

17. Den engelske regering vil i løbet af 1975 indføre to indeksregulerede opsparingsordninger under det offentlige "National Savings System", specielt: beregnet på småsparere. Page-komiteens betænkning fra 1973 anbefalede en forsøgsordning for at beskytte disse mod inflationen².

Indeksfordringerne skal reguleres efter detailprisindekset uden løbende forrentning, men såfremt midlerne bindes tilstrækkelig længe, udbetales en bonus, hvis størrelse endnu ikke er fastlagt. Der sker ingen beskatning.

Begge ordninger rationeres. Den ene forbeholdes pensionister, som hver kan købe obligationer på mindst £10 og højst £500. Obligationerne har 5 års løbetid, men kan indløses med kort varsel. De indeksreguleres kun, hvis de holdes i mindst ét år, og bonus forudsætter, at de holdes i 5 år.

- 1) For en uddybning heraf henvises til kapitel 4 om penge- og kreditpolitikken og indekslån.
- 2) Committee to Review National Savings (Page-Committee): Report, Her Majesty's Stationary Office, London, June 1973.

Den anden ordning skal erstatte det hidtidige opsparringskontosystem SAYE ("save-as-you-earn"). Den enkelte vil maksimalt kunne indskyde £20 om måneden. Efter 5 år kan indskuddene hæves med indeksregulering, og lader man dem stå yderligere 2 år, udbetales en bonus foruden indeksreguleringen.

Der er således ikke tale om markedsorienterede indeksfordringer eller om symmetriske indeksregulerede udlån. Det offentlige bliver debitor for indeksfordringerne gennem "National Savings". Byggesparekasser ("building societies") og andre sparekasser, der hidtil har modtaget SAYE-indskud, opfordres til at deltage i den indeksregulerede SAYE-ordning.

Det er bemærkelsesværdigt, at man mener at måtte rationere indeksreguleret opsparing, som ikke forrentes løbende, og hvor positiv realrente i form af bonus er betinget af 5-7 års binding. Hvis inflationen i England fortsætter på det nuværende niveau, er en disponibel realrente på nul imidlertid at foretrække fremfor det gældende afkast af traditionelle fordringer. Rationeringen kan give anledning til omgøiser, f.eks. ved, at ikke-pensionister køber obligationer gennem pensionister, der ikke selv vil benytte ordningen.

II. DEL. INDEKSLÅN OG DET ENKELTE DEBITOR/
KREDITORFORHOLD

Kapitel 8.

Tinglysning af indeksregulerede lån med pant i fast ejendom.

Kræver indeksregulerede pantebreve lovhjemmel for at kunne tinglyses?

1. Ifølge tinglysningslovens § 10, stk. 3, skal indholdet af et dokument for at kunne tinglyses være endelig fastsat. Bestemmelsen rejser således det spørgsmål, om gælden ifølge et indeksreguleret pantebrev kan antages at være endelig fastsat. I kriteriet "endelig fastsat" ligger for så vidt ikke mere, end at beregningsgrundlaget skal være fastlagt, således at det er muligt til enhver tid at beregne restgælden.

Efter teorien er indeksregulerede lån endelig fastsat, se f.eks. Illum: Tinglysning, 3. udg., s. 76: "Pantebreve for et bestemt beløb udstedes i reglen lydende på danske kroner. Der er dog intet til hinder for, at panteskylden kan være fastsat i fremmed mønt. Det må også bestemmes, at den i danske kroner fastsatte hovedstol skal omregnes efter guldværdi, eller efter kursen på en eller flere fremmede møntsorter, eller endelig at omregning skal ske på grundlag af pristal, prisen på visse kornsorter eller lignende".

Denne fortolkning af § 10, stk. 3, er tiltrådt af Fr. Vinding Kruse: Komm. Tinglysning, 4. udg., s. ~~85~~ 125

Tinglysningslovens § 10, stk. 3, ses herefter ikke at hindre tinglysning af indeksregulerede pantebreve. Nogle tinglysningskontorer har i overensstemmelse hermed tinglyst enkelte private indeksregulerede pantebreve, der især er fremkommet i den seneste tid. Nogle eksempler herpå er vist i bilag b.

Indeksregulerede pantebreve og efterstående panthaveres prioritetsstilling.

2. Under forudsætning af at indekseringen sker ved opskrivning af restgæld og ydelse, kan det indeksregulerede pantebrevs restgæld i lånets første løbetid overstige den tinglyste oprindelige hovedstol.

Da et pantebrev, der har prioritet efter et indeksreguleret pantebrev, skal respektere dette pantebrevs indhold, skal det også respektere den nævnte forøgelse af restgældens størrelse.

Herved bliver efterpantebrevets prioritetsstilling forringet, idet det skubbes ned i prioritetsordenen.

Oprykningssproblemer.

3. Ifølge tinglysningslovens § 40, stk. 1, har pant-sætteren, uanset modsat aftale med en efterstående panthaver eller andre, ret til ved en tinglyst panterets ophør være sig hel eller delvis straks eller senere at besætte den ledige plads med en ny panteret, medmindre han ved op-høret eller senere giver afkald på denne ret.

Denne hovedregel modificeres ved bestemmelsen i § 40, stk. 3, 1. pkt.: "Det skal dog gyldigt kunne vedtages i et efterstående pantebrev, at panteretten ifølge dette rykker op, efterhånden som en foranstående panteret afdrages, eller når denne panteret til et forud angivet bestemt tidspunkt helt indfries". En sådan vedtagelse findes i praktisk taget alle pantebreve.

Under hensyn til, at der ved belåning af fast ejendom her i landet er en tradition for, at ejendommen belånes med mere end ét lån, og at de efterstående pantehavere altid betinger sig oprykningssret, bør der også kunne vedtages oprykningssret i forhold til et indeksreguleret pantebrev.

Såfremt et indeksreguleret pantebrev ifølge sit indhold indfries til et forud angivet bestemt tidspunkt, betyder en sædvanlig oprykningssbestemmelse i det efter-

stående pantebrev, at dette rykker op ved låneophøret, jfr. tinglysningslovens § 40, stk. 3, 1. pkt., 2. led.

Bestemmelsen i § 40, stk. 3, 1. pkt., 1. led, om, at sekundære panthavere rykker op, "efterhånden som en foranstående panteret afdrages", fortolkes således, at afdragsordningen skal være forudberegnelig, d.v.s. at afdragene skal være fikseret både med hensyn til forfaldstid og størrelse. Denne fortolkning er for så vidt i overensstemmelse med § 40, stk. 3, 1. pkt., 2. led, der taler om indfrielse til et forud angivet "bestemt: tidspunkt. Endvidere taler reale grunde for det nævnte krav om forudberegnelighed. De efterstående panthavere rykker nemlig op i det omfang, hvori de på forhånd har kunnet regne med denne mulighed, ligesom de til enhver tid ved, hvor meget de skal respektere på forprioriteten. Disse panthavere har således ved långivningen nøje kunnet vurdere mulighederne for en forbedring af pantesikkerheden.

Da de tidsbestemte afdrag ifølge et indekseret pantebrev er fikseret realt, er der grund til at antage, at der kan vedtages oprykningssret i forhold til et sådant pantebrev. Uvisheden omkring afdragene: nominelle størrelse sammenholdt med, at de efterstående panthavere i indekspantebrevets første løbetid kan blive skubbet ned i stedet for at rykke op, bevirker imidlertid, at dette spørgsmål ikke kan besvares med sikkerhed. Da det herefter må anses for usikkert, om 1. led af oprykningbestemmelsen kan finde anvendelse i forhold til indekspantebreve, bør der i tilfælde af, at indeksslånesystemet får en mere almindelig udbredelse, foretages en afklaring af oprykningsspørgsmålet gennem en ændring af tinglysningslovens § 40.

Ombyttningsproblemer.

4. Ved ombytning forstås, at pantsætter samtidig med, at han indfrier et pantebrev, har ret til med samme prioritet at give panteret for et tilsvarende beløb til en anden panthaver, jfr. tinglysningslovens § 40, stk. 1.

De retstekniske problemer knytter sig til opgørelse af restgældens størrelse. Tinglysningsdommeren kan ved ombytning af et indeksreguleret pantebrev med et traditionelt pantebrev ikke uden videre konstatere restgældens størrelse ifølge det indeksregulerede pantebrev og dermed berettigelsen af ombytningen, hvilket medfører, at ombytningspantebrevet normalt vil blive forsynet med anmærkning, uanset at ombytningen materielt set måtte være berettiget.

I det omfang det traditionelle pantebrev overstiger restgælden ifølge indekspantebrevet, vil det få prioritet efter de efterstående panthavere på ombytnings-tidspunktet. Dette gælder på tilsvarende måde i den omvendte situation, hvor et traditionelt pantebrev ombyttes i med et indekspantebrev. Ombytningspantebrevene får anmærkning om efterstående prioriteter.

Der er imidlertid det særlige ved ombytning af traditionelle pantebreve med indekspantebreve, at de efterstående panthavere kun skal respektere et beløb i "almindelige" kroner. Er der således tale om ombytning af et traditionelt pantebrev med et indekspantebrev af samme størrelse, bliver konsekvensen, at indekstillæg ud over det nominelle ombytningsbeløb får prioritet efter de efterstående panthavere på ombytningstidspunktet. Ombytningspantebrevets (indekspantebrevets) prioritetsstilling bliver herved så usikker, at sådanne lån formentlig bliver vanskelige at opnå. Ombytningspantebrevet meddeles anmærkning om efterstående prioriteter.

Hertil kommer, at de efterstående panthavere, der har oprykningsret, har krav på at rykke op i samme omfang som efter det indfrieede pantebrev, jfr. herom punkt. 3.

Hvis ombytningen sker mellem forskellige lånetyper som her forudsat, vil det i praksis ikke være muligt i ombytningspantebrevet at fastsætte en afdragsordning, der er identisk med afdragsvilkårene ifølge det tidligere pantebrev. Dette forhold rejser spørgsmålet om, hvilke retsvirkninger det medfører, såfremt afdragsvilkårene i ombytningspantebrevet bevirker en langsommere afvikling af

gælden, end det ville have været tilfældet ifølge det indfrieede pantebrev.

Tinglysningslovens § 40, stk. 3, lyder således: "Det skal dog gyldigt kunne vedtages i et efterstående pantebrev, at panteretten ifølge dette rykker op, efterhånden som en foranstående panteret afdrages, eller når denne panteret til et forud angivet bestemt tidspunkt helt indfries. I disse tilfælde kan der ikke vedtages en nedsættelse af afdragets størrelse eller anden standsning i lånets afvikling uden efterpanthaverens samtykke. En henstand med afdragets erlæggelse fra forpanthaverens side kan ikke bevirke, at efterpanthaverens kapital er forfalden, hvorimod efterpanthaveren i så fald kan forlange det forfaldne beløb udbetalt til ham selv som afdrag på skylden til ham. Hvis flere efterpanthavere kan gøre nævnte ret gældende, tilfalder afdraget den bedst berettigede".

Af det anførte følger, at efterpanthaveren kun kan kræve det afdrag, hvormed der er givet henstand, erlagt til sig. Han opnår herved en stilling, der svarer til, hvad han kunne opnå gennem oprykning. Forpanthaveren bevarer således sin panteret med prioritet forud for efterpanthaveren for det afdrag, hvormed **der** er givet henstand. Det bemærkes, at debitor ikke er forpligtet til at underrette efterpanthaveren om den givne henstand.

Selv om § 40, stk. 3, 3. pkt., anvender udtrykket henstand, antages reglen at gælde enhver standsning i lånets afvikling, som f.eks. nedsættelse af afdragets størrelse gennem ændring af pantebrevets vilkår. Efterpanthaveren kan i dette tilfælde forlange forskelsbeløbet erlagt til sig. Hvis pansætter ombytter et ældre pantebrev med et nyt, og det nye pantebrev afvikles langsommere end det tidligere, må det antages, at også dette **tilfælde** er omfattet af henstandsreglerne i § 40, stk. 3.

Hvis der således sker ombytning mellem de her omhandlede forskellige lånetyper, og ombytningspantebrevet viser sig at indeholde en langsommere afdragsordning end det tidligere pantebrev, må efterpanthaveren herefter i fornødent omfang over for debitor gøre henstandsreglerne gældende for at sikre sig "oprykning". Debitor opnår i så fald ikke nogen fordel ved, at det nye pantebrev indeholder lempeligere afdragsvilkår end det tidligere.

Tinglysningssdommeren vil normalt ikke kunne påse, om afdragsordningen i det nye pantebrev rent faktisk bliver langsommere, og må derfor give ombytningspantebrevet anmærkning om, at efterstående prioriteter ikke har givet samtykke til eventuel nedsættelse af afdragets størrelse.

Da efterpanthaveren har en forventning om at rykke op i overensstemmelse med de oprindelige afdragsvilkår i forprioriteten, kan det endvidere ikke ganske udelukkes, at domstolene ud fra friere overvejelser vil nå til det resultat, at efterpanthaverens oprykningsret bevirker, at ombytningspantebrevet i tilsvarende omfang skubbes ned bag de efterstående panthavere. En lovregulering af dette forhold forekommer hensigtsmæssig i tilfælde af mere almindelig udbredelse af indekslån.

Konsekvensen af foranstående bliver, at tinglysningsvæsenet i næsten alle tilfælde må give ombytningspantebrevet anmærkning om efterstående prioriteter. Forholdet belaster ikke i særlig grad tinglysningsvæsenet, men vil skabe vanskeligheder i tilfælde af tvangsauktion, dels med hensyn til opgørelsen af indekspantebrevets restgæld, dels med hensyn til fastlæggelsen af prioritetsstillingen.

Rykningsklausuler.

5. Efter tinglysningslovens § 40, stk. 2, kan ejeren af en fast ejendom forbeholde sig ret til senere at stifte en ny panteret med prioritet forud for en allerede tinglyst panteret.

Pantsætter og panthaver kan således gyldigt aftale, at panthaver har pligt til at respektere et nyt lån, som pantsætter senere kan optage.

Under hensyn til, at tinglysning af et indeksreguleret pantebrev i relation til pantesikkerheden kan være langt mere byrdefuldt for den rykkende panthaver end lysning af et traditionelt pantebrev, bør en rykningsklausul i et pantebrev kun omfatte indeksregulerede pantebreve, såfremt dette udtrykkeligt fremgår af pantebrevet.

Ved lovens § 41 er der fastsat en deklaratorisk definition af den ofte anvendte rykningsklausul "respekt af lån af offentlige midler".

Under hensyn til det anførte bør § 41, såfremt anvendelse af indeksslån bliver mere almindelig, ændres således, at det klart fremgår, at den omtalte definition af lån af offentlige midler ikke gælder indeksregulerede pantebreve.

På tilsvarende måde bør det fastslås, at rykningsklausuler i pantebreve vedrørende lån af andre midler (bank, sparekasse, private) ikke omfatter indeksregulerede pantebreve, medmindre det udtrykkeligt fremgår af pantebrevet. Hvis man ændrer § 41, vil dette eventuelt kunne ske i bemærkningerne til denne bestemmelse.

Skadesløsbreve og ejerpantebreve.

6. Ifølge tinglysningslovens § 10, stk. 3, skal indholdet af et dokument, der skal kunne tinglyses, være endelig fastsat. I § 10, stk. 3, 2. pkt., hedder det videre, at skadesløsbreve dog kan udstedes under angivelse af et størstebeløb for gælden.

Et pantebrev kan herefter tinglyses, hvis gælden enten er endelig fikseret, jfr. under 1, eller er angivet ved et maksimum.

Gælden ifølge et skadesløsbrev kan således variere, men med en grænse for størstebeløbet. Normalt indeholder skadesløsbrevet ikke bestemmelser om forholdets afvikling.

Ud fra skadesløsbrevets karakter af en afdragsfri ramme, inden for hvilken der kan gives pantesikret kredit, vil en indeksering af skadesløsbrevets maksimumsbeløb betyde, at rammen til stadighed vil øges i takt med udviklingen i reguleringsfaktoren. Det må anses for tvivlsomt, om et sådant skadesløsbrev opfylder kravet i § 10, stk. 3, om angivelse af et størstebeløb for gælden. Derimod er der ikke noget til hinder for, at gælden ifølge det underliggende retsforhold indeksreguleres op til skadesløsbrevets maksimum.

Et ejerpantebrev er et pantebrev, hvorefter den efter pantebrevet berettigede er udstederen eller den, til hvem han måtte overdrage det. Ejerpantebreve indeholder i lighed med skadesløsbreve normalt ikke bestemmelser om forholdets afvikling. Gældsforholdet er ikke fastsat ved dokumentet, men ved et underliggende forhold, f.eks. i form af en kassekredit. Denne gæld er sikret ved håndpant i ejerpantebrevet. En indeksering af et ejerpantebrev vil således betyde, at pantebrevets tinglyste beløb til stadighed vil øges i takt med prisindekset.

Da ejerpantebreve i praksis anvendes på samme måde som skadesløsbreve, og da parternes retsstilling i det væsentlige er den samme, bør der gælde de samme regler for de to pantebrevstyper.

En lovregulering af disse forhold er formentlig hensigtsmæssig i tilfælde af en mere almindelig udbredelse af indekslån.

Kapitel 90

Den skattemæssige behandling af indeksregulerede fordringer.

1. Anvendelsen af indeksregulerede ydelser har været kendt i mange år, men typisk i form af aftægtsydelser eller livrenter, hvor reglerne om beskatning hviler på fast lovgrundlag og indarbejdet praksis.

Indeksering af låneforhold er derimod af så ny dato, at der ikke findes udtrykkelige lovmæssige beskatningsregler. Indeksregulerede låneforhold adskiller sig endvidere på så mange punkter fra de traditionelle gældsforpligtelser, at de her gældende beskatningsregler kun i et vist omfang er direkte anvendelige på indeksfordringer.

I det følgende er foretaget en gennemgang af problemerne samt diskuteret, i hvilket omfang der er behov for en lovmæssig klargøring af beskatningsreglerne.

Beskatning af indekstillæg for langfristede fordringer, hvor der hverken foreligger næring eller spekulation.

2. Ifølge statsskattelovens § 4 skal som indkomst betragtes ... livrente ... aftægt og deslige.

Det historiske udgangspunkt for aftægtsydelsen er den livsbetingede aftægt i forbindelse med generationsskifte. En sådan aftægt i naturalier er i sin natur indeksreguleret i kraft af den svingende pengeværdi for ydelsen. Til aftægtsnyderens skattepligtige indkomst skal medregnes den til enhver tid gældende værdi af ydelsen, medens aftægtsyderen har fradrag for det samme beløb. Ydelser modtaget i henhold til en forpligtelseserklæring (jfr. nedenfor) er også skattepligtig indkomst, og hvis ydelsen pristalsreguleres, er det det regulerede beløb, der skal tages til indtægt. I den i bilag c,1 refererede højesteretsdom af 16. juni 1971 har højesteret i et tilfælde, hvor en køber af en fast ejendom som en del af købesummen skulle betale sælgeren i dennes levetid en månedlig pristalsreguleret ydelse på 700 kr., statueret, at sælgeren var indkomstskattepligtig af den fulde ydelse.

Det forhold, at den kapitaliserede værdi af aftægtsydelsen skal indgå i salgssummen for et solgt aktiv ved opgørelsen af eventuel avance, medfører ikke, at sælgeren (aftægtsnyderen) kan bortse fra nogen del af de årlige ydelser ved indkomstopgørelsen.

Parallelt hermed bestemmes i ligningslovens § 14, stk. 2, at der ved indkomstopgørelsen kan fratrækkes udgifter til udredelse af andre løbende ydelser (end ejendomsskatter m. v. efter stk. 1) såsom aftægts- og underholdsydelser, som den skattepligtige har forpligtet sig til at udrede.

Det er en betingelse for fradragsret for de omhandlede ydelser, at beløbet både er forfaldent og betalt. Hvis ydelsen indeksreguleres, er det det forfaldne og betalte beløb, der kan fratrækkes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst.

3. Det eneste område, hvor der i skattelovgivningen udtrykkeligt er taget stilling til beskatningsforholdene ved indeksering af en fordring er reguleringen af boligindskud i almennyttigt boligbyggeri. Ifølge ligningslovens § 7 o_ medregnes til den indkomstskattepligtige indkomst ikke beløb, der hidrører fra udbetaling af beboerindskud (boligandele eller boligindskud) samt indekstillæg hertil, for så vidt indskuddet vedrører lejligheder, der omfattes af de i lov om boligbyggeri fastsatte regler om almennyttig boligvirksomhed.

Der findes derimod ingen lovbestemmelser, der tager udtrykkelig stilling til opgørelsen af den skattepligtige almindelige indkomst ved indeksregulering af en ydelse, der ikke har karakter af aftægt, men derimod, som ved almindelige låneforhold, har karakter af en fordring med erdelig fastsat løbetid.

4. Efter statsskattelovens § 4 og § 6 e indgår renteindtægter og renteudgifter i opgørelsen af den skattepligtige almindelige indkomst.

Efter den praksis, der har dannet sig omkring statsskattelovens §§ 4 e og 6 e, fortolkes "renter" særdeles restriktivt. Domstolene har i adskillige sager afvist fradragsret for andre former for låneudgifter.

Højesteret har i en dom af 29. april 1941, refereret i Ugeskrift for Retsvæsen 1941, side 563, statueret, at kurs-tab, som debitor lider i forbindelse med omprioritering, ikke kan fradrages som renteudgifter. I dommen siges det, at der ved ordet "renter" i statsskattelovens § 6 e alene forstås renter efter sædvanlig sprogbrug, således at en videregående fortolkning af udtrykket må forkastes.

Ved en dom af 26. april 1950, refereret i Ugeskrift for Retsvæsen 1950, side 544, har højesteret statueret, at der ikke findes at være hjemmel i statsskattelovens § 4 til at anse kursavance ved indfrielse af et pantebrev som skattepligtig indkomst.

Både i relation til fradragsret for renteudgifter i statsskattelovens § 6 e og i relation til skattepligt for renteindtægter efter statsskattelovens § 4 e forstås "renter" således som "nominel (direkte) rente" og ikke som "effektiv rente". En analogisering fra denne praksis fører til, at et indekstillæg til restgælden (i det følgende kaldet indekstillægget) ikke vil være skattepligtig som renteindtægt eller fradragsberettiget som renteudgift. Rente af en opskrevet restgæld har derimod stedse været antaget i praksis at være fradragsberettiget hos yderen og skattepligtig hos modtageren på linie med renter i almindelighed.

Hvis indeksreguleringen udformes således, at indekstillægget kommer til udbetaling løbende sammen med rente og afdrag, er det tvivlsomt, om indekstillæg også i dette tilfælde vil være opgørelsen af den skattepligtige indkomst uvedkommende. Meget taler dog for, at indekstillæg i dette tilfælde vil blive behandlet skattemæssigt som renter.

5. Der foreligger kun ganske enkelte afgørelser fra de skattelignende myndigheder om, hvorledes et indekstillæg skattemæssigt skal behandles.

Ved den i bilag c,2 optagne kendelse fra landsskatteretten af 8. april 1957 statuerede landsskatteretten, at en avance opnået ved indfrielse af et gældsbrev, der kunne forlanges indfriet med et beløb svarende til prisen på 428 tdr. byg,

var at sidestille med en kursavance, der i henhold til stats-skatte-lovens § 5 ikke skulle medregnes til den skattepligtige indkomst.

Ved den i bilag c,3 optagne kendelse fra landsskatte-retten udtales, at behandlingen af de pristalstillæg, der iføl-ge en kontrakt skulle betales, måtte rette sig efter hovedydelsens karakter. Da hovedydelsen (afdragene) ikke var fradragsbe-rettiget, kunne indekstillægget ikke fradrages.

Beskatning af indekstillæg for langfristede fordringer, hvor•
der foreligger næring eller spekulation.

6. Efter statsskatte-lovens § 5 skal avancer, der opnås ved salg af formuegenstande, medregnes ved indkomstopgørelsen, når salget henhører under den pågældendes næringsvej eller er foretaget i spekulationsøjemed. Beskatningen gennemføres, hvad enten fortjenesten opnås ved salg, afdragsvis indfrielse, ud-trækning, bortgivelse eller tvangsafståelse. Såfremt der opstår tab, kan tabet fratrækkes.

På samme måde, som det er tilfældet ved beskatning af kursavancer, vil det være uden betydning for afgørelsen af, om debitor eller kreditor har handlet i næring eller spekulation, hvorledes det samme spørgsmål besvares for medkontrahenten. Det vil ligeledes være uden betydning for afgørelsen af debtors og kreditors forhold, om medkontrahenten er skattepligtig eller ej.

7. Efter lignings-lovens § 4 skal der ske beskatning for så vidt angår kursgevinster på obligationer og pantebreve, der erhverves af banker og andre virksomheder, der som normalt led i deres almindelige virksomhed anbringer midler i sådanne ak-tiver.

Anbringes midlerne i indeksregulerede pantebreve, må det tilsvarende antages, at der skal finde beskatning sted af indekstillæggenes. Det må antages, at indekstillæg skal medreg-nes i det indkomstår, hvor det forfalder til betaling.

Efter lignings-lovens § 4 kan Ligningsrådet tillade, at kursgevinster (og kurstab) for banker m.v. ikke skal medregnes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst i det indkomstår, hvor de konstateres gennem hel eller delvis indfrielse, men at en anden opgørelsesmåde anvendes. Det er uafklaret, om en med-delt tilladelse også vil omfatte indekstillæg.

Ligningsrådet har fastsat følgende vejledende anvisning om beskatning af avancer ved indfrielse af private pantebreve, jfr. Meddelelser fra Statens Ligningsdirektorat og Ligningsrådet, januar 1974, pag. 234:

"Udover de i ligningslovens § 4 nævnte tilfælde indkomstbeskattes indfrielsesgevinster på private pantebreve indkøbt eller modtaget til underkurs i følgende tilfælde:

- 1) Når pantebrevet er modtaget som betaling for erhvervsmæssige ydelser, f. eks. vareleverancer, eller for arbejdsydelser, f. eks. som advokat, arkitekt, ingeniør, bygningshåndværker og ejendomsmægler, eller som led i udstykningsvirksomhed, der har erhvervsmæssig karakter,
- 2) når erhververen af indfrielsesgevinsten driver handel med ejendomme eller værdipapirer eller må anses at have erhvervet pantebrevet i spekulationshensigt.

Hvor kursavance i overensstemmelse med foranstående indkomstbeskattes, vil den del af avancen, der indvindes gennem afdrag, være at beskatte i de år, hvori afdragene indgår, jfr. ligningslovens § 4."

Det er i praksis ikke afgjort, om den vejledende anvisning skal anvendes analogt på indeksregulerede pantebreve.

Indicerer samtidig optagelse af langfristede traditionelle lån og ydelse af langfristede indeksslåm spekulation?

8. Da renter er fradragsberettigede ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst, medens indekstillægget normalt vil være indkomstopgørelsen uvedkommende, vil det for nogle skatteydere under visse kurs- og rentekonstellationer være fordelagtigt at optage et traditionelt forrentet lån og anvende midlerne til køb af indeksregulerede fordringer (eller omvendt). Et sådant arrangement vil være et moment, der kombineret med andre kan tale for at statuere spekulation og dermed skattepligt af indekstillægget. På samme måde, som der i dag i et vist omfang optages pariforrentede lån til køb af pantebreve, hvor der ved indfrielse indvindes store kursgevinster, uden at der statueres spekulation, vil den blotte kombination af de to låntyper næppe være tilstrækkelig til at statuere spekulation.

Beskatning af indeks tillæg ved kortfristede; fordringer.

9. Vedrører indekstillægget en kortfristet fordring, står man uden sikkert grundlag for vurdering af beskatningsforholdene for indekstillægget. En eventuel ligningsmæssig praksis kan anskues ud fra to synspunkter.

Det første hviler på, at skattepligtig indkomst som hovedregel opgøres i indkomstperioder på 12 måneder, typisk svarende til kalenderåret. Ved opgørelsen af een skattepligtige indkomst medregnes pengestrømme, der ikke er at betragte som afdrag på tilgodehavender eller gæld, men som aftalemæssigt skal erlægges inden for perioder, der er kortere end et år. Dette indicerer, at indekstillæg til en kortfristet fordring bør indgå i den skattepligtige indkomst.

Det andet synspunkt er, at er fordringen af en varighed, der er længere end et år, vil indekstillæggene være at betragte som formuekorrektur. Dette gælder i alle tilfælde, såfremt de ikke kommer til udbetaling før fordringens forfald (eller som led i aftalt afvikling), hvorimod det som nævnt i punkt 4 er tvivlsomt, om indekstillæg kan betragtes som formuekorrektur, hvis de kommer til løbende udbetaling, f.eks. i forbindelse med rentebetaling.

Indeksregulerede indestående i pengeinstitutter vil eventuelt kunne arrangeres således, at beløbet indestår uopsigeligt i en periode, der er noget længere end et år, og således at indekstillæg tilskrives indskuddet. I så fald er det tænkeligt, at indekstillægget ikke skal medregnes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst.

Det er usikkert, hvor lang en uopsigelighedsperiode, der må kræves for at afsvække formodningen om, at indekstillæg til kortfristede fordringer skal medregnes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst, men en to års regel kan støttes bl.a. på formodningsreglen i statsskattelovens § 50

Indekstillægs betydning for avanceopgørelse ved køb og salg af aktiver.

10. Ved salg af et aktiv, for hvilket der skal foretages en skattemæssig opgørelse af fortjeneste eller tab, finder der en regulering sted af afståelsesvederlaget under hensyntagen til eventuelle sælgerpantebrevs kurs.,

Er der ikke tale om spekulations- eller næringssalg, anses opgørelsen for endelig. Kursfastsættelsen finder sted under hensyntagen til pante- eller gældsbevets sikkerhed, afdragsvilkår og rentefod og til, om det er undergivet indeksregulering. Efterfølgende forhold, herunder den kursgevinst, sælgeren måtte opnå i forhold til den oprindeligt fastsatte kursværdi, er uden betydning for opgørelsen af den regulerede anskaffelsessum og dermed avance, jfr. den i bilag c,3 refererede landsskatteretskendelse.

Er pantebrevet erhvervet sør. led i spekulation eller næring - uden senere at være gået over til at være et kapitalanlæg - indgår beløb, der ligger udover den oprindeligt fastsatte kursværdi for pantebrevet, i den skattepligtige indkomst i takt med afdragene. Tab i forhold til den oprindeligt fastsatte kursværdi kan bringes til fradrag, når det konstateres.

11. Ved køb af et aktiv, hvor vederlaget helt eller delvis ydes i form af et indeksreguleret gældsbevis, er det tvivlsomt, i hvilket omfang der kan tages hensyn til indekstillægget som et tillæg til anskaffelsessummen, når en skattepligtig avance ved senere salg af det pågældende aktiv skal opgøres.

Af den i bilag c,3 refererede landsskatteretskendelse fremgår, at indekstillægget kan medregnes som et tillæg til anskaffelsessummen ved opgørelsen af en fremtidig salgsavance. Den refererede landsskatteretskendelse og senere kendelse af tilsvarende indhold vedrører dog alle goodwill, og det er tvivlsomt, om princippet kan overføres til andre aktiver end goodwill.

I overensstemmelse med den praksis, der følges ved det tilsvarende problem ved valutakurssvingninger, må det antages, at et indekstillæg ikke kan fratrækkes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst, hvis lånet er anvendt til finansiering

af et varigt kapitalgode. Dette svarer **til**, at kurstab på langfristede lån, optaget i udenlandsk valuta til finansiering af investeringer, ikke er fradragsberettigede, ligesom eventuelle kursgevinster ikke skal medregnes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst.

Er den indeksregulerede fordring derimod anvendt til finansiering af den løbende varestrøm, er det muligt, at indekstillægget vil kunne være fradragsberettiget. Dette svarer **til**, at der er fradragsret for kurstab på et kortfristet udenlandsk lån, der af en eksportvirksomhed er optaget til finansiering af et bestemt eksporttilgodehavende. På samme måde er det tænkeligt, at indekstillægget til en egentlig driftskredit kan blive fradragsberettiget ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst.

Skal afskrivningsgrundlaget reguleres for aktiver, finansieret med indeksregulerede lån?

12. I den i bilag c,3 refererede landsskatteretskendelse vedrørende goodwill siges det, at det indekstillæg, der kom til erlæggelse ved det enkelte afdrags betaling, ikke isoleret kunne betragtes som et i sig selv definitivt fastlagt afskrivningsgrundlag med eget afskrivningsforløb, hvorimod der efter landsskatterettens opfattelse, når afdragsperioden var udløbet, og den samlede købesum (incl. indekstillægget) dermed var fastlagt, kunne påbegyndes afskrivning på det beløb, som ialt var erlagt udover det i kontrakten fastsatte grundbeløb for købesummen.

Det aktiv, der blev erhvervet ved den indeksregulerede fordring, var som anført goodwill, der efter lov om særlig indkomst § 15 afskrives liniært med 15 pct. årlig.

Det er tvivlsomt og i praksis uafklaret, om princippet i denne kendelse kan overføres til andre aktiver end goodwill, med den virkning at indekstillæg skal tillægges den oprindelige anskaffelsessum som afskrivningsgrundlag.

I en senere dom, offentliggjort i Ugeskrift for Retsvæsen 1971, side 543, optaget som bilag c,4, har Østre Landsret taget stilling til det parallelle problem ved devaluering.

Sagen drejede sig om anskaffelsen af nogle skibe, der fuldt var leveret før devalueringen i 1967, men hvorpå der hvilede en restgæld, på hvilken der var udstedt pantebreve til en bank i det pågældende land. Det var værftet, der havde medvirket ved fremskaffelse af disse banklån, og det hævdedes, at det kun var en formsag, at pantebrevene var udstedt til banken og ikke til værftet, som angiveligt var den rette låntager i forhold til banken og långiver i forhold til køberen af skibet. Køberen henviste til, at der i realiteten forelå en leverandørgæld, og at saldoværdien for skibene derfor skulle forøges med den som følge af devalueringen skete forøgelse af pantegælden. Retten kommer i sine præmisser ikke ind på denne påstand, men anfører, at afskrivningslovens bestemmelser foreskriver, at afskrivninger sker på saldoværdien, som fastsættes på grundlag af den faktiske anskaffelsessum ved levering alene med tillæg af senere afholdte forbedringsudgifter, medens det efter lovens ordlyd og forarbejder er uden betydning, at genanskaffelsesværdien f. eks. på grund af prisstigninger forøges.

Efter dommens præmisser forekommer det mest sandsynligt, at domstolene ej heller ville have godtkendt en forøgelse af saldoværdien, selv om det uomtvisteligt var en leverandørgæld, der var forøget ved devalueringen.

Hvis denne doms præmisser overføres til indeksregulerede lån, synes det rimeligt at antage, at indeksregulering vil være uden betydning for afskrivningsgrundlaget.

Beskattes indekstillaæg til en fordrings restgæld som særlig indkomst?

13. Ifølge statsskattelovens § 5 a medregnes ikke til den skattepligtige indkomst formueforøgelse, der fremkommer ved, at de formuegenstande, en skattepligtig ejer, stiger i værdi - medens der på den anden side ikke gives fradrag i indkomsten for deres synken i værdi.

Hovedprincippet i statsskatteloven fra 1922, hvorefter formuesvingninger er den skattepligtige indkomst uvedkommende, er siden modificeret med lov om særlig indkomstskat m.v. ("kapitalvindingsskat"). Indekstillæg til en fordring er ikke omfattet af lov om særlig indkomstskat m.v.

Opgørelse af den skattepligtige formue.

14. Reglerne for opgørelsen af den skattepligtige formue findes i statsskattelovens §§ 12, 13 og 14.

Ved opgørelsen af den skattepligtige formue skal kreditor optage den indeksregulerede fordring til kursværdi. Hos debitor skal den indeksregulerede fordring medregnes som passiv med den til enhver tid værende regulerede restgæld.

Stempling af indeksregulerede fordringer,,

15. Det er uden indflydelse på beregning af stempelafgift, at en fordring er indeksreguleret!, idet der alene tages hensyn til fordringens nominelle beløb. Ved transport af fordringer beregnes stempelafgiften i forhold til den regulerede restgæld (transportsummen).

Arbejdsgruppens bemærkninger til den skattemæssige behandling af indeksregulerede fordringer.

16. Som det fremgår af det foranstående, vil indekstillæg af en langfristet fordrings restgæld - i tilfælde, hvor der ikke foreligger næring eller spekulation - som hovedregel være uden betydning for opgørelsen af den skattepligtige indkomst. Den endnu sparsomme praksis er således for disse fordringer i overensstemmelse med de regler, der blev forudsat i det socialdemokratiske-radikale forslag til folketingsbeslutning om værdisikret (indeksreguleret) opsparing og finansiering af 8. februar 1974.

Dette må også antages at gælde for fordringer med relativt kort løbetid (f. eks. omkring 2 år), dersom indekstillæg først kommer til udbetaling ved fordringens forfald eller som led i en aftalt afvikling.

Er fordringen derimod formelt af kortfristet karakter, vil indekstillæg sandsynligvis blive betragtet som led i det skattepligtige indkomstgrundlag.

17. Forudsætningerne om beskatningsforholdene for indekstillæg for langfristede fordringer hviler bl.a. på en analogisering fra de nugældende regler om beskatning af kurstab eller -gevinst. Arbejdsgruppen er imidlertid ikke ganske overbevist om, at denne overførsel af reglerne om kursgevinst og kurstab er helt rimelig.

Dette hænger bl.a. sammen med, at indekstillægget for debitor og kreditor typisk vil have en større værdi end kurstab eller -gevinst.

18. Af det foregående fremgår det, at skattemæssige overvejelser vil være af væsentlig betydning ved vurdering af, hvilken låneform der er gunstigst.

Hvis det anses for uønskeligt, at skattereglerne får en så afgørende indflydelse på valg af kontraktform, som det er skitseret i kapitel 3, vil en mulighed være at gøre og så betalte indekstillæg fradragsberettigede hos enhver debitor samt medregne modtagne indekstillæg i den skattepligtige indtægt hos enhver kreditor på samme måde som med renter. Det vil i så fald for traditionelle fordringer være nærliggende at overveje det rimelige i, at kurstab, som henholdsvis indvindes af kreditor og ydes af debitor gennem amortisering, fortsat holdes uden for beskatningsgrundlaget.

19. Anses det imidlertid at være en afgørende fordel ved en videre udbredelse af indeksregulering af finansielle fordringer, at der herved gives indehavere af pengefordringer en mulighed for at sikre opretholdelse af opsparingens realværdi samt eventuelt herudover en renteindtægt, må man afholde sig fra at indregne modtagne indekstillæg i den skattepligtige indtægt, idet man herved vil bortbeskatte en del af den ydelse, som blot tjener til opretholdelse af købekraften.

Ønsker man samtidig at undgå den forvridning med hensyn til valg mellem fordringstype, som er en følge af den gældende skattemæssige praksis, kunne dette principielt opnås ved at lade den del af den effektive rente på traditionelle fordringer, der svarer til inflationen, udgå af beskatningsgrundlaget.

20. Generelt indebærer tilstedeværelsen af forskellige beskatningsprocenter og det forhold, at indekstillæg til en fordrings restgæld for nogle skattegrupper er opgørelsen af den skattepligtige indkomst uvedkommende, at det i visse tilfælde kan være fordelagtigt at optage traditionelt forrentede lån til køb af indeksfordringer eller omvendt.

Principielt er der ingen forskel på arrangementer af denne art og de transaktioner, der i forvejen kan foretages på det traditionelle marked, f.eks. ved optagelse af højtforrentede lån til køb af lavtforrentede fordringer til underkurs i tilfælde, hvor kursgevinster ikke indkomstbeskattes. Ved indførelse af indekslån sker der blot en udvidelse af området for opnåelse af skattemæssige fordele, ligesom de mulige gevinster øges i væsentlig grad. Hertil skal dog bemærkes, at gevinsten ved en kombination af de to lånetyper ikke vil være sikker, idet den afhænger af prisudviklingen.

I kapitel 3 har man vurderet rentedannelsen på markedet for langfristede lån således, at der for personer, som indkomstbeskattes af renteindtægter, men som ikke er skattepligtige af indekstillæg, vil være balance mellem det forventede nettoafkast af traditionelle og indeksregulerede fordringer. Under sådanne forudsætninger vil summen af rente på indekslån og (forventet) indekstillæg typisk være lavere end den traditionelle rente.

En sådan rentekonstellation vil med fordel kunne udnyttes af banker, vekselerere og andre, der erhvervsmæssigt formidler lån, og som i konsekvens heraf formentlig vil have fradragsret for indekstillæg. De pågældende kreditformidlere vil nemlig på det lange marked kunne optage indekslån til køb af traditionelle fordringer, hvorved der opnås en renteindkomst, som er større end udgiften til rente og indekstillæg.

Muligvis vil personer m.v., der skattemæssigt karakteriseres som "spekulanter", kunne opnå en tilsvarende fordel. Det må dog for denne gruppes vedkommende afgøres i de enkelte tilfælde, hvorvidt det underliggende forhold medfører, at indekstillæg bliver fradragsberettiget.

I hvor høj grad de omhandlede beskatningsvilkår vil påføre det offentlige tab via mindsket beskatningsgrundlag, vil afhænge af det omfang, i hvilket mulighederne udnyttes. Man må her tage i betragtning, at kredsen af personer m.v., som har skattemæssig fradragsret for indekstillæg på langfristede lån, er begrænset til de nævnte kreditformidlere - eventuelt suppleret med spekulantgruppen - ligesom udnyttelsesgraden begrænses af mulighederne for at stille sikkerhed for optagne indekslån. Risikoen for, at den særlige rentekonstellation på det lange marked skal blive udnyttet i større omfang, er ved forhold af ovennævnte art næppe så stor, at der af den grund kan være anledning til at ændre de regler, man har antaget må gælde for beskatning af indekstillæg ved langfristede anbringelser.

Arbejdsgruppen er derimod gået ud fra, at der i givet fald vil blive grebet ind over for en mere systematisk udnyttelse af mulighederne for opnåelse af gevinster gennem transaktioner, der kun har skattebesparelser for øje. Dette vil især kunne forekomme i tilfælde, hvor en person har kontrol over både debitor- og kreditorsiden af låneforholdet, og hvor kravet om sikkerhed derfor er mindre tungtvejende.

Også - og især - på det: korte marked vil det forhold, at indekstillæg ikke beskattes hos alle skatteydere, kunne give anledning til særlige skattefordele af væsentligt omfang. I denne forbindelse kan der peges på, at det for formidlere af kort kredit (pengeinstitutter, vekselerere m.v.) er uden betydning, om ind- og udlån sker på traditionel eller indekseret basis, når blot renten af traditionelle lån er lig med summen af rente og indekstillæg på indekslån, idet den skattemæssige behandling under de to låneformer er ens for pengeinstitutterne. Disse kreditformidlere vil således kunne "transformere" skattefrit indekstillæg til fradragsberettiget renteudgift. Med den forudsatte rentekonstellation vil indskyderne typisk kunne opnå en skattemæssig gevinst ved at foretage indekserede indlån, idet en væsentlig del af det årlige afkast her optræder i form af skattefrit indekstillæg, jfr. kapitel 6.

Man er foran gået ud fra bestemte - men ikke samme - rentekonstellationer på det lange og det korte marked, hvilket indebar mulighed for, at en gruppe skatteydere kunne have fordel af at foretage transaktioner på det lange marked (vexlere m.v.), mens en anden gruppe kunne opnå tilsvarende fordel på det korte marked (indskydere i pengeinstitutterne). En ændring gående ud på, at forskellen mellem renten af traditionelle og indekserede lån bliver en anden end antaget, betyder imidlertid ikke, at problemerne mindskes. En sådan ændring resulterer blot i, at skattegevinsten fordeles på en anden måde.

En mulig løsning på de nævnte skattemæssige problemer er, at indekstillaeg altid skal indgå ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst for de berørte kreditor- og debitorgrupper, altså behandles på linie med rente.

En bestemmelse, der tager sigte herpå, vil føre til, at indeksrenten for langfristede lån bliver mærkbart højere i forhold til den traditionelle rente end forudsat i kapitel 3. Følgen heraf vil blive en udjævning af tidsprofilen for ydelserne på indeksslån, hvilket for debitorerne betyder en mindre fordel end den, man har regnet med i kapitel 2 og bilag d. Endvidere vil beskatning af indekstillaeg medføre, at der ved placering i indeksfordringer ikke opnås sikkerhed for værdifast anbringelse.

En anden mulighed, hvorved dog ikke alle de skattemæssige problemer løses, er, at indekstillaeg altid skattemæssigt anses for indkomstopgørelsen uvedkommende.

21. Det kan endvidere påpeges, at beskatningsreglerne for indeksslån vil kunne få konsekvenser for kursforholdene for aktier og dermed for muligheden for finansiering via aktieudstedelse. Under det nuværende system er det løbende udbytte af aktier meget lille, når man måler det i forhold til kursværdien, sammenlignet med den effektive rente af traditionelle obligationer. Dette skyldes bl.a., at aktier betragtes som værende en relativt værdifast pengeanbringelse, uanset at værdiforøgelsen, når den gøres likvid, er underkastet reglerne om særlig indkomstskat (eller almindelig indkomstbeskatning, hvis der foreligger næring eller kortere besiddelsestid end 2 år). Åbnes der mulighed for, at realkreditinsti-

tutterne udsteder indeksobligationer, hvor indekstillæg til restgæld ikke medregnes til den skattepligtige indkomst, vil aktier bliver stillet relativt ringere, idet beskatningsforholdene er forskellige for de to typer af pengeanbringelser, der begge må betragtes som rimelig værdifaste - indeksobligationer måske endda i højere grad end aktier, fordi risikoelementet er fjernet.

Resultatet må ventes at blive, at interessen for aktier falder med deraf følgende kursfald.

Såfremt indekstillæg til en restgæld ikke beskattes, synes det derfor nærliggende at tage reglerne om beskatning af kursgevinster ved aktier op til fornyet overvejelse.

Bestemmer man sig omvendt til, at indekstillæg skal medregnes i den skattepligtige indkomst eller omfattes af reglerne om særlig indkomstskat, vil det være nærliggende at overveje det rimelige i, at kursgevinster ved traditionelle pengefordringer normalt ikke er underkastet beskatning.

22. Ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst skal der efter statsskattelovens § 4 b og ligningslovens §§ 15 A - 15 E medregnes lejeværdi af bolig i egen ejendom.

Således som de nævnte lovbestemmelser er formuleret, vil det være uden betydning for beregning af lejeværdi, om erhvervelsen af den pågældende ejendom helt: eller delvis er finansieret ved indekslån.

På grund af de mindre renteudgifter, der i hvert fald i starten må forventes at blive på indeksregulerede lån, vil der kunne blive tale om mindre skattemæssigt: underskud/større skattemæssigt overskud end ved finansiering med traditionelle lån. Der vil derved opstå en forskel i parcelhusejernes stilling, hvilket der dog ikke efter arbejdsgruppens opfattelse bør resultere i anvendelse af forskellige lejeværdiberegninger, bl.a. fordi forskellen vil "udjævnes", når rentebetalingerne på indekslånene øges i kraft af indeksreguleringen.

23. Der har fra forskellig side været rejst forslag om, at retten til at fratrække renter ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst burde begrænses.

I det omfang retten til at fratrække renter ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst ophæves, må det formodes, at interessen for indekslån vil øges hos skattepligtige debitorer. Dette vil især være tilfældet, hvis renteindtægter (men ikke indekstillæg) fortsat fuldt ud vil være undergivet beskatning. Hvis fradragsretten for renter **fjernes**, vil debitor ikke få noget af sin ydelse refunderet som skattebesparelse, og afgørende for, om et traditionelt forrentet lån er mere eller mindre byrdefuldt end et indekslån, vil på langt sigt være, om rente plus indekstillæg er større eller mindre end den effektive rente for et traditionelt forrentet lån.

Konkluderende bemærkninger.

24. Gennemgangen af beskatningsforholdene har vist, at videre udbredelse af indekslån medfører betydeligt behov for, at beskatningsreglerne for indekstillæg samt for kursgevinster og -tab på traditionelle fordringer underkastes grundige overvejelser, uanset om indekslån indføres på det organiserede penge- og kapitalmarked eller ej. En tilbundsgående vurdering af disse beskatningsmæssige forhold har ligget uden for arbejdsgruppens opgave, men arbejdsgruppen finder det afgørende nødvendigt at pege på de problemer, der er afdækket ved gennemgangen af den praksis, som er begyndt at danne sig omkring beskatning af indekstillæg.

Kapitel 10

Indekslån og lejelovgivningen.

Privat udlejningsbyggeri i kommuner med huslejekontrol.

1. Den gældende lejelovgivning indeholder i § 11, stk. 8, i lov om midlertidig regulering af boligforholdene et generelt forbud imod gennemførelse af lejeforhøjelser i henhold til kontraktsbestemmelser om lejeregulering efter pristal eller lignende. Dette forbud gælder kun i de (70) kommuner, som har huslejekontrol, men her er langt den overvejende del af udlejningsbyggeriet beliggende. Forbudet blev indført i 1967.

2. Baggrunden for forbudet var, at indsættelse af klausuler om pristalsregulering af huslejen i årene op til 1967 forekom stadig hyppigere i udlejningsbyggeriet i hovedstadsområdet. Pristalsklausuler benyttedes som tidligere ved udleje af erhvervslokaler, men i stigende omfang også ved udlejning af beboelseslejligheder i det private nybyggeri. Denne udvikling må sikkert ses bl.a. i forbindelse med den i 1963 genindførte kontrol med lejen i nybyggeriet. Ved indførelsen heraf mistede udlejerne muligheden for lejeforhøjelser ved genudleje i takt med huslejeudviklingen i nybyggeriet. Da der er behov for en vis regulering af lejen i takt med udviklingen i driftsudgifterne, søgte udlejerne ved pristalsklausuler at sikre sig mulighed herfor.

Pristalsklausulerne var ofte af det indhold, at lejen kunne forhøjes med 1 pct., hver gang pristallet steg 2 pct. Da en væsentlig del af de ejendomsudgifter, der skal dækkes af huslejen, ikke berøres af pristalsændringer, og da udlejerne som regel tillige har adgang til at påligne

lejerne forhøjelse af lejen til dækning af stigninger i skatter og afgifter, kunne disse pristalsklausuler give udlejeren overdækning for faktiske udgiftsstigninger under og efter en prisstigningsperiode. Klausuler med et indhold som nævnt ville således give udlejerne mulighed for et øget udbytte af den i ejendommen investerede egenkapital, idet prioritetsshaverne normalt ikke fik lånene eller ydelserne heraf reguleret som følge af ændringer i pristallet og dermed i pengenes købekraft.

3. Forbudets indførelse må også ses i sammenhæng med de samtidigt indførte bestemmelser om adgang til lejeforhøjelser i det private udlejningsbyggeri.

I ejendomme taget i brug før 1963 åbnedes i 1967 i medfør af boligreguleringslovens § 11, stk. 1, adgang for udlejeren til at kræve en lejeforhøjelse svarende til forskellen mellem lejen pr. 1. april 1967 og en særlig i medfør af bestemmelserne i lov om lejevurdering ansat lejeværdi. Denne lejeforhøjelse skulle gennemføres gradvis over en 8-årig periode. Herved ville huslejen i den overvejende del af det ældre private udlejningsbyggeri, nemlig den del der var beliggende i kommuner med huslejekontrol, stige med gennemsnitlig op imod 5 pct. årligt i en 8-årig periode.

I ejendomme taget i brug i 1963 eller senere blev der ved boligreguleringsloven givet udlejeren mulighed for at gennemføre rimelige lejeforhøjelser til dækning af stigninger i ejendommens udgifter vedrørende vedligeholdelse, renholdelse, administration m.v.

4. Udover ovennævnte lejeforhøjelser er der i det private udlejningsbyggeri i områder med huslejekontrol kun mulighed for en løbende justering af huslejen til dækning af driftsudgiftsstigninger i det omfang, disse skyldes skatte- og afgiftsforhøjelser og lignende. I medfør af § 43 i lov om leje kan udlejeren kræve nye vej-, kloak- eller andre lignende bidrag til det offentlige samt for-

højeiser af de ejendommen påhvilende skatter udlignet gennem lejeforhøjelser.

Der er således ikke efter de gældende bestemmelser om huslejeregulering mulighed for løbende at forhøje lejen i privat udlejningsbyggeri til dækning af stigende prioritetsydelse.

Med den gældende lejelovgivnings forbud imod pristalsreguleret husleje og de begrænsede muligheder for på anden måde løbende at få gennemført lejeforhøjelser er der således ikke forudsætninger for finansiering af privat udlejningsbyggeri med indekslån i kommuner med huslejekontrol.

5. I den aftale om en langsigtet boligløsning, som i juni 1974 blev indgået mellem Socialdemokratiet, Venstre, Det radikale Venstre, Det konservative Folkeparti, Centrumsdemokraterne og Kristeligt Folkeparti, bestemtes, at lejen ved erhvervslejemål generelt undtages fra den særlige huslejekontrol i medfør af lov om midlertidig regulering af boligforholdene, medens der i de kommuner, hvor huslejekontrollen opretholdes, for boliglejemål i privat udlejningsbyggeri indføres et princip om omkostningsbestemt leje.

Om det nærmere indhold i princippet om omkostningsbestemt leje i privat byggeri hedder det i aftalen bl.a.: "I lejen indgår desuden grundejerens kapitalafkast, der fastsættes til $6\frac{1}{2}$ pct. det første år og derefter 7 pct. af ejendomsværdien efter 15. alm. vurdering. For nyere og moderniserede ejendomme kan højere kapitalafkast godkendes".

I forslag til lov om ændring af lov om midlertidig regulering af boligforholdene fremsat den 2. oktober 1974 foreslås, at lejen for hus eller husrum, som ikke hidtil har været benyttet, ikke må overstige et beløb, der kan dække de nødvendige driftsudgifter og en passende afkastning af den kapital, der med rimelighed er medgået

til ejendommens opførelse. Dette indebærer, at huslejen i almindelighed vil kunne reguleres således, at den til enhver tid dækker de faktiske prioritetsydelse på de i forbindelse med byggeriet optagne lån. Der skulle herved være skabt baggrund for finansiering af nyt privat udlejningsbyggeri med indekslån, uanset at forbudet mod indeksregulering af huslejen efter lovforslaget opretholdes for boliglejemål i områder med huslejekontrol. Det kan dog næppe tænkes, at den omkostningsbestemte leje også kan omfatte kompensation for, at udlejeren beskattes af de indeksregulerede afdrag på de optagne lån, jfr. kap. 2 og bilag d.

Privat udlejningsbyggeri i kommuner uden huslejekontrol.

6. I områder uden huslejekontrol vil den gældende lejelovgivning næppe være til hinder for finansiering med indekslån. Her har udlejeren mulighed for ved pristalsregulering eller på anden måde løbende at justere lejen. Dog kan bestemmelsen i lov om leje § 35 om, at "såfremt en udlejer betinger sig eller oppebærer en leje, der er væsentlig højere end det lejedes værdi, kan lejeren kræve beløbet nedsat til en sådan leje, som af boligretten skønnes rimelig" måske give en vis usikkerhed i vurderingen af, om stigende prioritetsydelse på indekslån altid vil kunne dækkes gennem lejeforhøjelser.

Almennyttigt byggeri.

7. I det almenyttige byggeri fastsættes huslejen i princippet således, at den til enhver tid dækker omkostningerne ved ejendommens drift, herunder prioritetsydelse, og reglerne om lejefastsættelse indebærer således ingen hindring for, at dette byggeri kan finansieres med indekslån.

Konklusion.

8. For det almennyttige byggeri og for det private udlejningsbyggeri i kommuner uden huslejekontrol frembyder lejelovgivningen ingen hindringer for finansiering med indekslån.

I kommuner med huslejekontrol er der ved de gældende regler ikke baggrund for finansiering af privat udlejningsbyggeri med indekslån. Hvis de i oktober 1974 fremsatte lovforslag om ændringer i lejelovgivningen vedtages, må de lejelovsmæssige hindringer for indeksfinansiering imidlertid anses for fjernede for så vidt angår byggeri til erhvervsformål og nyt beboelsesbyggeri.

Derimod indebærer lovforslagene næppe, at allerede eksisterende privat udlejningsbyggeri til beboelse i de regulerede områder vil kunne anvende indekslån eller få lejlighed til forøgelse af lejen som følge af stigende kapitaludgifter.

Kapitel 11.

Indekslån og realkreditloven.

Realkreditinstitutternes hjemmel til at yde indekslån.

1. Ved lov af 10. juni 1970 om realkreditinstitutter blev der med bestemmelsen i § 17, stk. 1, skabt lovhjemmel for realkreditinstitutterne til med tilsynsmyndighedens godkendelse at yde lån på andre vilkår end som serie- eller annuitetslån. Hensigten hermed var at forbedre mulighederne for, at andre og mere smidige låneformer end de traditionelle annuitets- og serielån kunne prøves i praksis. Blandt de i bemærkningerne til lovforslaget angivne eksempler på låneformer, som bestemmelsen i § 17, stk. 1, tager sigte på, nævnes udtrykkeligt indeksregulerede lån.

2. Muligheden for at indføre indekslån må dog anses for at være væsentligt begrænset af bestemmelsen i lovens § 15, stk. 1, hvorefter amortisationen af lån med en længere amortisationstid end 10 år ikke må forløbe langsommere end amortisationen af et annuitetslån med lige store halvårlige terminsydelser. Bestemmelsen er en videreførelse af et krav i de tidligere kreditforenings- og hypotekforeningslove om, at restgælden ved lange lån (med mere end 10 års løbetid) ikke må være for stor i den sidste del af lånets løbetid.

Ved indeksregulerede annuitetslån vil restgælden typisk - ved stigende reguleringsindeks - være stor i den sidste del af lånets løbetid. Bestemmelsen i § 15, stk.1, må således antages at hæmme anvendelsen af lange indekslån eller tilskynde til i øvrigt uhensigtsmæssige lånekonstruktioner og bør derfor i givet fald ændres.

3. Også bestemmelsen i lovens § 17, stk. 2, om, at ethvert lånetilbud skal være ledsaget af oplysninger til bedømmelse af lånets effektive rente, kan forekomme uforenelig med anvendelse af indeksslån. Da den effektive rente af indeksslån vil være afhængig af den fremtidige udvikling i det anvendte reguleringsindeks, vil en vurdering af den effektive rente på tidspunktet for lånets optagelse være behæftet med stor usikkerhed. Kravet i § 17, stk. 2, kan dog måske siges at være opfyldt ved oplysning om lånets pålydende rente og løbetid (bilagt en rentetabel).

4. Realkreditloven hindrer således ikke, at institutterne kan yde indeksregulerede lån. I realiteten vil ydelse af indeksslån dog som nævnt forudsætte en ændring af den gældende lovs § 15, stk. 1, ligesom flere af lovens øvrige bestemmelser, jfr. nedenfor, indebærer problemer, der må afklares i forbindelse med en mere udbredt anvendelse af indeksslån.

Lånegrænser.

5. Efter realkreditloven skal institutternes låneudmåling ske inden for nærmere angivne lånegrænser i forhold til ejendommens værdi. For lån til opførelse af ejerboliger og privat udlejningsbyggeri er den maksimale lånegrænse således fastsat til 80 pct. af ejendommens værdi.

Overgang til indeksslån medfører på långivningstidspunktet ikke noget behov for at afvige fra disse lånegrænser, såfremt man på tidspunktet for lånets effektivering anser det for sandsynligt, at den regulerede restgæld vil ligge inden for de nævnte lånegrænser anvendt på den til enhver tid værende ejendomsværdi.

I det omfang fastsættelsen af de maksimale lånegrænser er begrundet i et sikkerhedshensyn, vil der imidlertid kunne anføres grunde for en slærpelse, for så vidt angår indeksslån. Prisstigninger på fast ejendom har hidtil medført, at sikkerheden for et traditionelt realkredit-

lån almindeligvis ret hurtigt efter lånets stiftelse er blevet væsentlig større end udtrykt ved den maksimale lånegrænse. Ved indekslån vil restgælden i en forholdsvis lang periode forøges nogenlunde i takt med reguleringsindekset, og stiger ejendomsværdierne ikke stærkere end det valgte indeks, vil sikkerheden for lånet i denne periode kun øges i takt med afdragene.

6. Realkreditinstitutterne har ikke udnyttet lovens maksimale lånegrænser fuldtud ved ydelse af lån til opførelse af privat boligbyggeri. De faktiske lånebeløb til kursværdi synes i den seneste tid - bl.a. som følge af de begrænsninger, som er lagt på låneudmålingen gennem aftaler - at have svaret til omkring 60 pct. af ejendommens værdi, excl. kurstab.

Det forekommer sandsynligt, at det øjeblikkelige høje renteniveau i sig selv ville have ført til, at man af sikkerhedsgrunde havde anvendt en lavere lånegrænse end den legale, men det er usikkert, om den faktiske lånegrænse var kommet så langt ned, som aftalerne indebærer.

I det omfang, den lave belåningsgrad ved traditionelle lån skyldes usikkerhed omkring forholdene på ejendomsmarkedet, må det forventes, at de faktiske lånegrænser for indekslån ved tilsvarende markedsforhold vil blive lavere, idet det må antages, at realkreditinstitutterne generelt vil udvise større tilbageholdenhed ved udmålingen af indekslån end af traditionelle lån. Denne antagelse kan især begrundes i, at det vil være forbundet med ret stor usikkerhed at vurdere, hvorvidt den enkelte ejendoms værdi vil stige i takt med reguleringsindekset. Udover muligheden af, at ejendomsværdierne generelt stiger svagere end reguleringsindekset, hvis dette ikke netop er baseret på ejendomsværdierne, er der også mulighed for svagere stigningstakt i ejendomsværdierne i visse geografiske områder eller for visse kategorier af ejendomme. Sådanne svækkelser af ejendomsprisstigningerne kan medføre, at den regulerede rest-

gæld kan komme til at overstige ejendommens værdi. Principielt kan dette også blive tilfældet ved traditionel belåning baseret på obligationer, hvis nominelle rente ligger væsentligt under markedsrenten på belåningstidspunktet, og der senere indtræffer et rentefald.

Betragtningerne om sikkerhedsproblemerne ved indekslån kan især gøres gældende for indeksregulerede annuitetslån. Afvikles indekslån på en sådan måde, at afdragene har større vægt i låneperiodens begyndelse (som f.eks. ved serielån), vil de nævnte særlige sikkerhedsproblemer ved indekslån mindskes, jfr. appendiks til bilag d.

Vurdering og låneudmåling.

7. De maksimale lånegrænser beregnes som nævnt i forhold til ejendommens værdi. De nærmere regler om låneudmåling og vurdering er fastsat i boligministeriets bekendtgørelse nr. 28 af 8. februar 1972.

Ansættelsen af pantets værdi må ikke overstige ejendommens værdi i handel og vandel. Værdiansættelsen skal derfor ligge inden for det beløb, som en kyndig erhverver med kendskab til de stedlige pris- og markedsforhold for ejendomme af den pågældende art og karakter må skønnes at ville betale for ejendommen i normalt prioriteret stand. Ved værdiansættelsen af nyopførte ejendomme forudsættes ejendommen prioriteret op til lovens maksimale lånegrænser med realkreditlån til den nominelle rente, der ligger nærmest ved den konstaterede effektive rente for åbne obligationsserier - for tiden en nominel rente på 10 pct. - og således at der ikke regnes med prioriteter i ejendommen udover realkreditlånene.

Så længe der ikke er etableret et marked for indeksbelånte ejendomme, må institutternes vurdering af handelsværdien være behæftet med stor usikkerhed. Der må derfor antages at blive udvist særlig forsigtighed ved vurderingerne af indeksbelånte ejendomme i introduktionsperioden.

8. Lånetilbud skal i medfør af ovennævnte bekendtgørelse af 8. februar 1972 udregnes på grundlag af værdiansættelsen for ejendommen, således at det nominelle beløb af et lån med en rentefod på 10 pct. ligger inden for lovens maksimale lånegrænse. Gives der tilbud om lån med andre rentesatser, må lavere forrentede lån ikke tilbydes med et nominelt beløb, som er mere end 3,6 points - for lån med en løbetid på 10 år eller derunder dog 2,2 points - højere for **hver** halve procent, rentesatsen er lavere end 10, medens højere forrentede lån tilbydes inden for et nominelt beløb, som tilsvarende er henholdsvis 3,6 eller 2,2 points lavere end de maksimale 10 pct.s lån.

Bestemmelserne om låneudmåling er således helt baseret på traditionelle lån og kan ikke uden videre anvendes på indeksslån.

Reserver.

9. Realkreditinstitutternes reserver for prioritetslån skal mindst udgøre de i lovens § 23 angivne procenter af pantebrevens restgæld. For så vidt angår indeksregulerede lån, må dette forstås som den pågældende procent af restgælden incl. indekseringstillæg. Dette vil kunne føre til stærke stigninger i reservefondsbidragene, fordi det forhold, at restgælden øges gennem tiden, medfører, at selv evt. indeksregulerede bidrag procentuelt må øges, for at de nu-gældende sikkerhedskrav kan opfyldes.

Konklusion

10. Sammenfattende kan siges, at realkreditlovens bestemmelser principielt ikke er til hinder for indførelse af indeksregulerede realkreditlån. Tænkes sådanne lån imidlertid anvendt i mere end ganske begrænset omfang, vil der være behov for en tilpasning af visse af lovens bestemmelser.

For så vidt angår lovens maksimale lånegrænser og reservekrav, kan der måske være grund til en skærpelse ved indekslån.

Endelig er der behov for en afklaring og teknisk tilpasning af de i medfør af loven fastsatte bestemmelser om vurdering og låneudmåling, for at disse skal kunne anvendes ved udmåling af indekslån.

Kapitel 12.

Indekseringsmetode og reguleringsindeks.

Definition af fuld indeksering.

1. Ved indeksslån forstås almindeligvis en lånetype, hvor det i låneaftalen bestemmes, at afdrags- og restgældsbeløb, hvis størrelse og forfaldstidspunkter fremgår af aftalen, skal reguleres fuldtud i takt med udviklingen i et nærmere angivet indeks, samt at renten skal beregnes af den således regulerede restgæld med den aftalte rentesats. I praksis sker indeksering ved, at renter, afdrag og restgæld multipliceres med forholdet mellem indekstallet på det pågældende forfaldstidspunkt og indekstallet på aftaletidspunktet. I nærværende redegørelse er det overalt underforstået, at der er tale om denne indekseringsmetode, medmindre andet udtrykkeligt er nævnt.

Forskellige former for begrænset indeks er ing.

2. Indeksreguleringen kan begrænses på forskellige måder. Delvis indeksering vil sige, at kun en del af lånet indeksreguleres, eller, ensbetydende hermed, at hele lånet indeksreguleres, men kun med en del af ændringen i reguleringsindekset. I de finske indeksslån var indekseringen ofte begrænset til 50 pct. af lånet. Sådanne lån kan have interesse for kreditorer og debitorer, hvis prisforventninger afviger fra markedets. Delvis indekserede obligationer vil f. eks. give en obligationsindehaver, som forventer mindre prisstigningstakt, end rentedifferencen mellem traditionelle obligationer og indeksobligationer udtrykker, mulighed for at afveje de traditionelle obligationers forventede større afkast med indeksobligationernes sikkerhed mod tab i tilfælde af, at prisforventningerne skuffes. Den samme virkning kan opnås i et marked, hvor der kun findes fuldt regulerede indeksslån og traditionelle lån, men ingen delvis indekserede lån, hvis kreditorer og debitorer har mulighed for at sammensætte deres porteføljer på den ønskede måde.

Begrænsning af indekseringen ved kun at indeksregu-

lere restgælden, mens renten beregnes af restgælden excl. indekstillæg, kan motiveres af praktiske hensyn, og eventuelt af skattemæssige hensyn, hvis rente og indekstillæg skattemæssigt behandles forskelligt, jfr. heroin kapitel 9. Ligeledes kan det være praktisk kun at indeksregulere, når indekstallet passerer visse intervaller, således som det f. eks. er tilfældet ved pristalsreguleringen af lønindkomster. Indeksreguleringen kan begrænses til stigninger i indekstallet over en vis tærskelværdi, således at kun årlige stigninger i indekstallet udover f.eks. 5 pct., medfører regulering, mens der ikke reguleres for de første 5 pct.s stigning i indekstallet.

Ved indeksslån med maksimalt indekstal begrænses indekseringen til indekstal op til et vist maksimum. Ligger indekstallet under dette maksimum, virker lånet som et normalt indeksslån, men hvis reguleringsindekset overstiger det fastsatte maksimum, fungerer lånet som et traditionelt lån. Debitorer, som tvivler på deres evne til at honorere; deres forpligtelser under kraftig inflation, opnår herved en vis risikoreduktion. For kreditor indebærer sådanne begrænsninger en særlig kursrisiko, hvis prisstigningen forventes at overstige det aftalte maksimum. Tilsvarende kan tænkes lån med minimalt indekstal, hvor indekseringen ophører, hvis indekstallet falder under et vist minimum. I princippet kan også det omvendte aftales, nemlig at indekseringen først træder i kraft, når indekstallet overstiger et vist maksimum eller falder under et vist minimum.

3. Indeksfordrings aftagende fortrin fremfor traditionelle fordringer er, at de principielt indebærer en fastlæggelse af låneaftalens reale indhold; men fuldstændig eliminering af risikoen forbundet med uforudsete prisændringer og realrenteændringer forudsætter tillige, at indeksfordringer gøres uopsigelige fra både kreditors og debtors side. Omvendt kan indekseringen begrænses ved at give parterne en vis opsigelsesret, som det f. eks. var tilfældet med visse finske indeksslån, der kunne opsiges fra begge sider med 3-6 måneders varsel. Debitor vil da opnå en fordel ved at indfri lånet til real parikurs umiddelbart før en på lånetidspunktet uforudset kraftig prisstigning, forudsat de dermed forbundne likviditetsproblemer kan overvindes, ligesom kreditor vil opnå en fordel

ved at opsiges lånet umiddelbart før en på lånetidspunktet uforset midlertidig afsvækkelse af prisstigningstakten. Uforudsete prisændringer får dog ingen betydning for et opsigeligt indeksslåns reale indhold, hvis det kan antages, at al kurstilpasning mellem traditionelle fordringer og indeksfordringer, som ændrede prisstigningsforventninger nødvendigvis, sker i form af ændringer i kurserne for traditionelle fordringer, mens der ikke sker nogen ændring i realrenten. En sådan smidighed i kurserne for traditionelle fordringer kan imidlertid næppe antages, især ikke hvis indeksfordringer kun udgør en mindre del af fordringsmassen.

Praktiske grunde - bl.a. at de fleste tænkelige reguleringsindeks kun beregnes med mellemrum - gør det nødvendigt, at indeksreguleringen sker på bestemte tidspunkter med et vist tidsinterval imellem, f. eks. ved hver termin. Dette kan rejse særlige problemer ved opgørelse af restgælden og den påløbne rente ved tvangsauktion over ejendomme belånt med indeksslån eller ved anden ekstraordinær indfrielse uden for terminstidspunkter. En mulig løsning er at beregne den samlede gæld ved tvangsauktionen som restgælden ved sidste reguleringstidspunkt med tillæg af rente af denne restgæld fra sidste reguleringstidspunkt til tvangsauktionen med diskontoen som rentesats. I dette tidsrum sker der altså ingen indeksregulering, men dette kompenseres i et vist omfang ved i stedet for indeksfordringens rentesats at benytte en rentesats for traditionelle fordringer, f.eks. Nationalbankens diskonto.

Disse forhold vil næppe volde særlige problemer ved markedsomsætning af indeksfordringer mellem reguleringstidspunkterne, idet kurserne vil afspejle den forventede indeksudvikling fra sidste reguleringstidspunkt til omsætningstidspunktet.

Alternativer til indeksering.

4. Man kan opnå visse af indeksslånenes egenskaber uden at indføre indeksslån af den hidtil omtalte type, hvor restgælden indekseres.

I stedet for at forøge restgælden med indekstillægget kan der f. eks. hver termin udbetales et kontant indeks-tillæg svarende til restgældens værdiforringelse. Disse lån giver parterne vished om aftalens reale indhold, men i modsætning til egentlige indeksslån kan de forårsage likviditetsproblemer for debitor ved midlertidige, kraftige prisstigninger, og terminsydelsernes tidsprofil får ikke det samme jævne forløb som ved egentlige indeksslån, men vil ligne profilen for højt forrentede traditionelle lån med store begyndelsesydelse, der realt set aftager gennem løbetiden.

Den skattemæssige behandling af kontante indekstillæg er dog uvis, jfr. kapitel 9; muligvis vil indekstillæggene blive betragtet som renteydelser og altså være skattepligtige for kreditorer med almindelig skattepligt og fradragsberettigede for debitorer med almindelig skattepligt.

En mere jævn tidsprofil kan opnås i det omfang, debitor kan refinansiere ydelserne ved at optage nye lån, og for lån med sikkerhed i fast ejendom kunne det opnås ved at give ret til at optage tillægslån i takt med ejendommens værdistigning.

Generelle krav til et reguleringsindeks.

5. Valget af reguleringsindeks berører interesser hos debitor, kreditor og i det øvrige samfund. Debtors og kreditors interesse er at opnå en foretrukken afvikling af lånet, således at der er balance mellem debtors kapitaludgifter og betalingsformåen og mellem kreditors kapitalindtægter og deres tilsigtede anvendelse. Den offentlige interesse er knyttet til en række mulige virkninger af valget af reguleringsindeks, f. eks. om den almindelige økonomiske aktivitet påvirkes, om en af parterne stilles urimeligt ringe, om valget af indeks påvirker de samlede skattebetalinger.

Selv om kreditorer og debitorer og forskellige grupper blandt dem har modstridende interesser, kan dog visse egenskaber ved et reguleringsindeks anses for generelt ønskværdige:

det skal være teknisk veldefineret og præcist, og det skal være velkendt af parterne. Ingen af parterne må direkte kunne påvirke eller bestemme indeksets udvikling, hvilket betyder, at kun indeks beregnet af offentlige myndigheder kan komme på tale. Desuden er det vigtigt, at indekset beregnes hyppigt, og at det offentliggøres hurtigt og i endelig form, så at der ikke senere sker rettelser. I tabel 12.1 findes en oversigt over nogle indeks for pris- og indkomstudviklingen 1960-74, som er omtalt mere udførligt i bilag e.

Tabel 12.1 Oversigt over nogle indeks for pris- og indkomstudviklingen 1960-1974

	1960	1965	1970	1973	1974
(1) Reguleringspristal; varer og tjenesteydelser, incl bolig	100	123	157	189	217
(2) Reguleringspristal; bolig	-	123	180	227	246
(3) Forbrugerprisindeks; varer og tjenes-er, incl. bolig	100	127	174	213	244
(4) Forbrugerprisindeks; bolig	100	126	187	238	256
(5) Engrosprisindeks; investeringsvarer	100	112	147	188	211
(6) Engrosprisindeks; forbrugsvarer	100	120	140	173	188
(7) Byggeomkostningsindeks for etagebyggeri	100	138	186	228	277
(8) Halvårsindkomst for faglært arbejde i København	100	157	244	337	397
(9) Timefortjeneste i industri og håndværk m.v. Standardberegn.	100	162	269	396	-
(10) Timelønsindeks for industriens arbejdere	-	-	-	392	505
(11) Prisudviklingen for beboelsesejendomme med 4 lejligheder og derover	100	144	200	211	241
(12) Prisudviklingen for enfamiliehuse	100	182	298	388	472
(13) Prisudviklingen for byggegrunde under 2.000 m ²	100	237	444	679	925
(14) Bruttonationalprodukt-deflatoren	100	134	182	231	

Anm. Indeksene er omtalt mere udførligt i bilag e.

Guld- og valutaklausul.

60 Tidligere har guldprisen været anvendt som reguleringsindeks, dog aldrig i større omfang,, F.eks. optog den franske stat i 1952 et 60-årigt lån med guldklausul, det såkaldte Pinay-lån, der dog kun har guldklausul for hovedstolens vedkommende, hvorimod renterne beregnes af det oprindelige nominelle pålydende. I USA er der udtrykkeligt forbud mod guldklausul, og i Danmark blev guldklausul på gældsbreve udstedt før 29. september 1931 suspenderet i 1936.

Indtil 1923 udstedtes i Danmark obligationer med valutaklausul, især med henblik på salg i udlandet, hvorefter udlændinge f. eks. kunne vælge mellem at få obligationerne indfriet i engelske pund, tyske rigsmark eller danske kroner, altså en meget gunstig aftale for kreditor, som frit kunne vælge den mest fordelagtige blandt flere valutakurser på betalingstidspunktet. Et forbud fra 1933 mod sådanne dobbeltmøntede obligationer er stadig i kraft. Som omtalt i kapitel 7 blev der i Israel indtil 1962 optaget lån, som var aftalt i amerikanske dollars, bl.a. fordi en del af kreditorerne boede i USA og dermed opnåede sikkerhed mod israelske devalueringer. For de israelske kreditorer betød dollarklausulen en tilnærmet indeksering efter købekraft.

Kreditors interesse.

7. For kreditorer, som køber fordringer med henblik på senere forbrug, vil forbrugerprisindekset give den største reale sikkerhed. Dette gælder, hvis opsparingens mål er at sikre eget underhold som pensionist, eller at sikre den efterlevende familie eller børns uddannelse, eller hvis målet er køb af varige forbrugsgoder, hvis pris kan antages at følge forbrugerprisindekset. Derimod opnås ikke umiddelbart en real sikkerhed ved indeksering i takt med forbrugerpriserne, **hvis** formålet er etablering af egen virksomhed eller køb af fast ejendom. Institutionelle obligationskøbere, hvis passiver reguleres efter forbrugerpriserne, f. eks. indeksregulerede livsforsikringer, vil tilstræbe, at det samme gælder aktiverne.

Forbrugerprisindekset afspejler prisændringer i et gennemsnitligt forbrug, der ikke nødvendigvis svarer til den enkelte kreditors forbrugsmønster, og selv om dette kun er et mindre problem, kunne man tænke sig specielle luaeks svarende til undergrupper af kreditorer, f. eks. et pensionistindeks til regulering af pensioner baseret på pensionisters forbrugssammensætning. Et andet problem er, at over lange perioder kan visse prisbevægelser være udtryk for kvalitetsforandringer, som langsomt ændrer produktet; derved overvurderes prisændringerne.

Man kan foretrække at indeksere efter bruttonationalprodukt-deflatoren, som er omtalt i bilag e, fordi den udvikler sig mere stabilt end forbrugerpriserne; dette skyldes til dels, at: den beregnes på årsbasis, men tillige, at den foruden forbrugerpriser, hvori importpriserne indgår, også afspejler priser på eksport, investeringer og kollektivt forbrug. De afgørende ulemper ved bruttonationalprodukt-deflatoren er, at den som nævnt kun beregnes én gang om året, at den fremkommer med stor forsinkelse, samt at der i beregningerne indgår flere skønmæssige elementer, end det er tilfældet for forbrugerprisindekset.

Selv om forbrugerprisindekset er bedst egnet til at sikre kreditors interesser i uændret købekraft, må reguleringspristallet anses for at være et mere hensigtsmæssigt reguleringsindeks. Ganske vist beregnes vægtgrundlaget ud fra lønmodtagernes - ikke som ved forbrugerprisindekset hele befolkningens - forbrug, men reguleringspristallet er i modsætning til forbrugerprisindekset rensat for afgifter og subsidier, dog med undtagelse af boligsikringen. Derved undgås, at et variabelt instrument i den økonomiske politik griber direkte ind i bestående langtidsaftaler, så at parterne af denne grund må tage hensyn til forventede ændringer i skattepolitikken ved aftalens indgåelse. Anvendelse af et indeks, som påvirkes af indirekte skatter, vil få uacceptable konsekvenser i tilfælde af en omlægning af beskatningen fra personlig til indirekte beskatning, hvor kreditor vil få dobbelt kompensation for de øgede afgifter - nemlig dels mindre personlig skat, dels større ydelser fra debitor. En finanspolitisk stramning ved hjælp af øgede afgifter bliver dog ikke nødvendigvis svækket af

denne overførsel fra debitor til kreditor, idet kreditor kan have en mindre marginal forbrugskvote end debitor, men hvis staten selv har optaget indeksregulerede lån, vil finanspolitikken svækkes i tilfælde af, at indekseringen påvirkes af afgifter og subsidier.

Reguleringspristallet afspejler ikke priser for kollektivt forbrug (offentlig administration, forsorg m.m.). Da de samlede skatter foruden af prisudviklingen på offentlige goder afhænger af mængdeudviklingen og af det tilstræbte, større eller mindre overskud på de offentlige finanser, kan problemet ikke løses ved at indregne samtlige skatter i indekset.

Et andet problem er, at den del af boligposten, som udgøres af huslejen, kun reguleres hvert halve år, og for at undgå de halvårslige spring i indekstallet kunne man lade huslejeposten udgå eller fordele den halvårslige regulering over de følgende 6 måneder.

Endelig kan det nævnes, at virksomheder, der som kreditorer placerer henlagte midler i indeksobligationer med henblik på senere køb af kapitalvarer, kan have interesse i, at engrosprisindeks for investeringsvarer benyttes til indeksering.

Debitors interesse .

8. Debitors ønske om vished om aftalens reale indhold må tolkes som et ønske om et forudsigeligt forhold mellem ydelse og indtjening. For lønmodtagere kan regulering efter et indeks for indkomstudviklingen sikre et fast forhold mellem ydelse og indtjening; eventuelt kan bruges et indeks for timefortjenesten, som imidlertid er steget mere end indkomstindekset på grund af arbejdstidsforkorteisen, jfr. bilag e. Debitor kan sikres mod, at ydelsens andel af indkomsten stiger ved produktivitetsfald, hvor indkomsterne stiger mindre end priserne, ved at sætte indkomststigningen som øvre grænse for reguleringen, mens der i øvrigt reguleres efter et pristal. Som omtalt nedenfor i punkt 10 kan denne kombination af løn- og pristalsregulering motiveres af indkomstpolitiske

hensyn. Indkomstindeks kan dog næppe forventes at få særlig stor anvendelse, idet løn- og indkomststatistikken er behæftet med visse svagheder; den er ufuldstændig, fremkommer for en dels vedkommende med temmelig megen forsinkelse, og indeksene er ikke så dækkende for indkomstudviklingen, som f. eks. reguleringspristallet er for prisudviklingen. For de fleste lønmodtagere er risikoen for, at indkomsten ikke skal følge med prisudviklingen, formentlig begrænset, især i en periode med voksende gennemsnitlig realløn, og risikoen formindskes for så vidt, som dyrtidsregulering af indkomsterne direkte knytter dem til priserne.

Erhvervsvirksomheder kan som debitorer kun forvente, at indtjeningen følger prisudviklingen, hvis de kan være sikre på en uændret procentuel stykavance, hvilket indebærer, at de har mulighed for at overvælte omkostningsstigninger på salgspriserne. I dette tilfælde ville engrospristallet formentlig give et bedre udtryk for indtjeningen end reguleringspristallet, selv om de to pristal i store træk følger hinanden. Men for visse erhverv er der ingen umiddelbar sammenhæng mellem prisniveau og indtjening, således ikke for landbruget, hvis priser i vid udstrækning bestemmes politisk, eller for de udlandskonkurrerende erhverv, hvis indtjening tværtimod kan falde, såfremt stigende prisniveau svækker konkurrenceevnen og dermed begrænser deres profitrate. Omvendt kan stigende prisniveau for visse virksomheder betyde øgede salgspriser uden en tilsvarende forøgelse af omkostningerne. Det mest sikre for virksomheden er, at dens egen konstaterede indtjening benyttes som indeks, så at kreditor overtager en del af driftherrerisikoen som ved aktier. En vis sikkerhed opnås ved at benytte den enkelte virksomheds salgspriser som indeks, og det har været benyttet ved salg af landbrugsejendomme, hvis pris f. eks. kunne aftales i et vist antal tønder byg, jfr. det i bilag c omtalte tilfælde.

Boligpolitiske hensyn ved valg af indeks.

9. Hvis debitor ejer fast ejendom, der benyttes som pantesikkerhed for lånet, og kreditors opsparing tjener til fremtidigt køb af fast ejendom, kunne man tænke sig at regulere lånet efter et prisindeks for fast ejendom. Da ejendomsprisudviklingen imidlertid kan afvige væsentligt mellem forskellige geografiske områder og ejendomstyper, vil regulering efter et ejendomsprisindeks næppe være hensigtsmæssig.

Boligpolitiske hensyn kunne motivere brug af byggeomkostnings indeks et for etagebyggeri til regulering af obligationslån i udlejningsbyggeri, idet princippet om omkostningsbestemt leje forudsættes bibeholdt. Herved opnås, at lejen i ældre indeksfinansieret byggeri stort set kommer til at svare til lejen i indeksfinansieret nybyggeri. Problemet ved at benytte byggeomkostningsindekset er, at byggeteknik, produktivitet og byggekvalitet ændres så meget - især over så lange perioder, som obligationslån løber over - at indeksets beregning bliver upræcis og dets betydning tilsvarende uvis.

Nogle problemer ved reguleringspristallet.

10. Konkluderende må reguleringspristallet, evt. uden husleje-posten, anses for det bedst egnede reguleringsindeks blandt de eksisterende prisindeks, og hvis parterne frit kan vælge reguleringsindeks, vil det uden tvivl blive det mest benyttede, dels fordi det i mange tilfælde giver både debitor og kreditor en rimelig sikkerhed, dels fordi det er almindeligt kendt og har en veldefineret beregningsmåde på grund af den store økonomiske og politiske betydning, det i forvejen har. Desuden er reguleringspristallet upåvirket af afgifter og subsidier, hvilket er et fortrin for et reguleringsindeks, fordi det begrænser aftalens direkte afhængighed af og dermed parternes usikkerhed om og spekulation i skattepolitiske omlægninger.

Derimod burde reguleringsindekset formentlig også gøres uafhængigt af prisstigninger, som er udtryk for faldende nationalindkomst og ikke egentlig inflationære, dvs. prisstigninger, der skyldes faldende produktivitet, f. eks. en dårlig høst, eller forringet bytteforhold i udenrijshandelen.¹ Da det er vanskeligt direkte at eliminere bytteforholdsændringer m.v. fra regiileringspristallet, kunne virkningen heraf med tilnærmelse søges opnået ved at indeksere efter et lønindeks, hvis dette i den foregående termin er steget mindre end reguleringspristallet, og ellers indeksere efter reguleringspristallet. Denne asymmetriske regulering er ensidigt i debitors favør, idet debitor hverken skal give kreditor kompensation ved faldende realløn eller andel i stigende realløn. I en periode, hvor reallønstigning er det normale, vil denne indeksering sikre kreditor uændret købekraft samtidig med, at debitor beskyttes mod risikoen ved en uforudset økonomisk udvikling. Brug af lønindeks må dog forudsætte, at løn- og indkomststatistikken forbedres.

Ved at benytte den faktiske lønudvikling som overgrænse for indekseringen kan man opnå, at ydelser på indeksfordringer aldrig stiger stærkere end lønudviklingen, uanset eventuelle indgreb i løndannelsen.

- 1) I Betænkning om dyrtidsregulering, betænkning nr. 724, København 1974, er der redegjort for mulighederne for ved brug af Danmarks Statistiks input-output model at eliminere bytteforholdsvirkninger fra månedsprisindekset og derved beregne et "velstandstal". Under forenklede forudsætninger anslås det, at 28 pct. af prisstigningerne fra slutningen af 1971 til begyndelsen af 1974 skyldes bytteforholdsforringelser, jf. betænkningens annex, pp. 3-6 og 33-41.

Antallet af reguleringsindeks.

11. Det må antages, at parterne i en situation, hvor de frit kan vælge reguleringsindeks, i langt de fleste tilfælde vil benytte reguleringspristallet. Hensynet til aftalefriheden er et generelt argument for at lade parterne selv vælge reguleringsindekset, forudsat at aftalen klart præciserer, hvilket indeks der skal benyttes, og hvad der skal foretages i tilfælde af, at beregningen af det pågældende indeks ændres eller ophører.

Imidlertid er der på forskellige måder en offentlig interesse i, at ét bestemt indeks er påbudt. Dette ville bidrage til at hindre, at debitorer for at afbøde øjeblikkelige vanskeligheder lader sig presse til aftaler, som på lidt længere sigt stiller dem urimeligt ringe.

Rent praktisk vil det: lette den daglige kursnotering på obligationsmarkedet, hvis der kun benyttes ét indeks. Den indbyrdes sammenlignelighed mellem obligationer udstedt på forskellige tidspunkter ville desuden øges, hvis de alle havde samme reale pålydende, og dette kunne f.eks. opnås ved, at alle obligationers pålydende værdi udtrykkes i samme reale enhed, f.eks. 1975-kroner.

BILAG

Bilag a.Ydelser og restgæld på traditionelle lån og indekslån.Indledning

1. På det danske obligationsmarked udbydes for tiden kreditforeningsobligationer med løbetider fra 10 til 40 år og med nominel rente fra 5 til 10% p.a. Af disse vælges 7% obligationer som basis for en analyse af markedsstrukturen i juni 1974 ¹⁾.

I tabel a.1 er de til forskellige løbetider svarende kurser for 7% annuitetslån angivet i kolonne (2). I kolonne (3) er anført den for hvert af lånene beregnede effektive rente og i kolonnerne (4) - (6) den tilsvarende effektive realrente under forudsætning om en konstant prisstigning på henholdsvis 6%, 10% og 14% ²⁾ p.a. ³⁾.

Dernæst giver tallene i kolonne (7) udtryk for den effektive disponible rente efter fradrag af 60% skat af renteaftakstet, medens den tilsvarende effektive disponible realrente - ligeledes efter fradrag af 60% renteskat - angives i kolonnerne (8) - (10), hvor den forudsatte årlige prisstigning er som i kolonnerne (4) - (6)³⁾.

1) Grundlaget er kurserne pr. 19/6 1974 for Kreditforeningen Danmarks åbne serier af almindelig realkredit.

2) Alle angivelser i pct. p.a. skal i overensstemmelse med sædvane forstås som 2 gange vedkommende pct. pr. halvår.

3) Alle renteangivelser og beløb er ens set fra ensbeskattede kreditorers og debitorers side. Specielt bemærkes at udtrykket "disponibel rente", der tager særligt sigte på kreditors forhold, skal anvendes også for den rente, debitor betaler efter fradrag af indkomstskat.

Tabel

a.l. Prisforventningernes betydning for vardering af det reale renteafkast af 7% annuitetslån.

		Eff. realrt. (0% skat)				Effektiv disponibel realrente (60% skat af renteafkast)			
Årlig prisstigning:		0%	6%	10%	14%	0%	6%	10%	14%
Løbetid	Kurs	(Eff. rente)				(Eff. disp. rente)			
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
40 år	43	17,37	11,04	7,02	3,15	8,36	2,29	-1,56	-5,27
30 -	48	16,56	10,25	6,25	2,39	8,69	2,61	-1,25	-4,97
20 -	53	16,99	10,67	6,66	2,80	9,96	3,85	-0,04	-3,77
10 -	72,5	14,72	8,47	4,50	0,67	9,37	3,27	-0,60	-4,33

Af tabellen ses bl.a. følgende:

For obligationsejere, der ikke betaler indkomstskat (f.eks. private fonde og legater), er den effektive realrente af de fire omhandlede obligationstyper positiv, når prisstigningstakten blot ikke overstiger ca. 14% p.a. Det samme gælder for ikke skattepligtige debitorer, f.eks. det almennyttige byggeri.

Fradrages indkomstskat af renteafkast (men ikke af kursgevinster) med 60%, vil en årlig prisstigning på 8-10% i gennemsnit over en årrække være tilstrækkelig til at gøre den effektive disponible realrente negativ. Sådanne vilkår gælder med tilnærmelse for de fleste private obligationsejere og låntagere.

Visse skatteydere - herunder vekselerere, ejendomshandlere og andre, der som normalt led i deres erhvervsvirksomhed anbringer midler i obligationer, pantebreve o.l. - indkomstbeskattes af det fulde effektive renteafkast, forstået som summen af rente og kursgevinst på afdrag, evt. efter udtrækning. Med en høj skatteprocent opnår sådanne personer ifølge sagens natur mindre i effektiv disponibel realrente end, hvad der svarer til tallene i tabel 1, kolonnerne (7) - (10). For denne gruppe af obligationsejere kan selv en beskeden årlig prisstigning være tilstrækkelig til at gøre den effektive disponible realrente negativ.

Forudsætninger

2. I tabel a. 1 forudsættes pristallet at stige med samme procent fra år til år. Under en situation som den, der har foreligget i Danmark i 1973-74, kan en sådan forudsætning ikke kaldes realistisk, idet en prisstigning, der på årsbasis har ligget mellem 15 og 20%, næppe vil blive accepteret som norm for prisudviklingen på længere sigt. Som alternativ skal det antages, at den almindelige forventning på obligationsmarkedet peger mod ialt ca. 30% prisstigning i de førstkomende 3 år, efterfulgt af en længere periode med konstant årlig prisstigning af mere moderat styrke.

I tabel a. 2 er prisstigningstakten sat til 10% p.a. i 3 år og derefter konstant 6% eller konstant 7% p.a. for en ubestemt tid. På dette grundlag og med de i tabellens kolonne (2) angivne kurser på 7% obligationer af forskellig løbetid kan den effektive disponible realrente beregnes til de i kolonnerne (3) og (4) nævnte værdier. Det er her forudsat, at obligationskøberne betaler 60% i skat af indtjent renteaftkast.

Tabel a.2. Effektiv disponibel realrente som funktion af traditionelle obligationers løbetid og den forventede prisudvikling.

<u>7% annuitetslån</u>		Effektiv disponibel realrente (60% skat af renteaftkast) ved forudsat prisstigning 10% p.a. i 3 år og derefter:	
<u>Løbetid</u>	<u>Kurs</u>		
		<u>6% p.a.</u>	<u>7% p.a.</u>
(1)	(2)	(3)	(4)
40 år	43	1,49	0,69
30 -	48	1,67	0,92
20 -	53	2,53	1,91
10 -	72,5	1,23	0,77

Anser man en årlig inflationsgrad på 7% efter forløbet af en ca. 3-årig tilpasningsperiode for sandsynlig, skulle den effektive disponible realrente af 7% 40-årige obligationer ifølge tabela.2, kolonne (4), ligge på ca. $3\frac{3}{4}\%$ p.a., baseret på børskursen medio juni 1974. Omtrent samme resultat når man til for 7% 30-årige og 10-årige obligationers vedkommende, medens den 20-årige serie synes at have ligget ude af niveau med de øvrige serier.

3. Til nærmere belysning af de vilkår, hvorunder indeksobligationer må skønnes at kunne afsættes på markedet, har det interesse at få klarlagt, dels for hvilken købergruppe indeksobligationer vil være et naturligt alternativ til traditionelle obligationer, dels hvilke traditionelle obligationer, der danner det bedste alternativ til indeksobligationer.

I en af Det økonomiske råds formandsskab udarbejdet publikation¹ er det påvist, at uanset inflationsforventningernes styrke vil normalt skattepligtige personer - d.v.s. personer, der indkomstbeskattes af renteafkast, men ikke af kapitalgevinster -- kunne byde højere kurs for indeksobligationer end personer m.v., der enten ikke betaler skat, eller som indkomstbeskattes af fuld effektiv rente. Eventuelle købere af indeksobligationer må derfor fortrinsvis søges blandt normalt beskattede personer. Den typiske marginale indkomstskat for obligationskøbere af denne beskatningsgruppe antages at være 60%.

Emission af indeksobligationer må formodes i første omgang at skulle tjene til langsigtet finansiering af boligbyggeri. Det kan derfor være naturligt at gå ud fra, at 40-årige indeksobligationer i starten skal konkurrere på markedet med 40-årige traditionelle obligationer.

1) Dansk Økonomi efteråret 1973, p. 95.

Som grundlag for de videre beregninger skal man herefter indføre følgende forudsætninger:

1) Markedsvilkårene for såvel traditionelle som indeksregulerede annuitetsobligationer bestemmes på et delmarked, der domineres af obligationskøbere, som betaler 60% i skat af obligationers - eventuelt indeksregulerede - renteafkast, men ingen skat af kapitalavancer.

2) Regulering af ydelser og restgæld på indeksobligationer sker efter et forbrugerpristal, som forventes at ville stige med 10% p.a. i de første 3 år og derefter med 7% p.a. Den forventede prisstigning - der i gennemsnit over 40 år andrager 7,64% p.a. - anvendes ved deflatering af fremtidige ydelser til beregning af disses realværdi.

3) Indeksobligationer anses for uopsigelige fra kreditors og debtors side.

4) Markedsdeltagerne anser 40-årige traditionelle lån og indeksregulerede lån med samme effektive disponible realrente for at være lige fordelagtige.

5) Alle markedsdeltagere handler rationelt ud fra beregninger, som bygger på de givne forudsætninger.

Bestemmelse af markedsrenten for indeksslån

4. På dette grundlag vil udbudte 40-årige indeksregulerede annuitetsobligationer under markedsforhold som i juni 1974 kunne afsættes på vilkår, der indebærer ca. 3/4% p.a. i effektiv disponibel realrente, svarende til det udbytte normalt beskattede obligationskøbere forudsættes at modtage af 7% 40-årige traditionelle obligationer, jfr. tabel a.2, kolonne (4). En forrentning af

denne styrke ~~kan~~ opnås af indeksobligationer ved forskellige kombinationer af "nominel basisrente" og kurs, f. eks. som angivet i tabel a.3, kolonne (4). Ved "nominel basisrente" (eller "nominel indeksrente") forstås den faste rentesats, der anvendes på et indeksslåns regulerede restgæld ved beregning af det indeksregulerede renteaftkast.

Til illustration er i tabel a.3 medtaget kombinationer af nominel basisrente og kurs svarende til effektiv disponibel realrente på -0,75%, 0% og 1,5% p.a.

Af beskrivelsen fremgår, at normalt beskattede personer vil have omtrent samme fordel af at købe a) 7% 40-årige traditionelle obligationer til kurs 43 som b) 2% 40-årige indeksobligationer til kurs lidt over 100. Vælges for indeksobligationernes vedkommende c) 4% p.a. i nominel basisrente, beregnes balancekursen til ca. 119, medens d) 0% og e) -2% i nominel basisrente svarer til balancekurserne henholdsvis ca. 86 og ca. 75. En negativ nominel basisrente vil dog næppe kunne forekomme i praksis. I det følgende skal man holde sig til de under a) og b) nævnte muligheder.

Sammenligning af ydelser og restgæld

5. Som eksempel tænkes et beløb på 100.000 kr. anvendt til køb af nominelt 232.588 kr. obligationer af et traditionelt 7% 40-årigt annuitetslån til kurs 43. Ser man bort fra omkostninger, andrager halvårsydelsen på obligationerne 8.694 kr., jfr. tabel a.4, kolonne (3), med en opdeling på renteaftkast og afdrag (forventede udtrækningsbeløb) pr. halvårsterminerne nr. 2, 6, 10, — 80 som angivet i tabellens kolonner (1) og (2). I kolonne (4) er den disponible ydelse beregnet ved fra ydelsen i kolonne (3) at trække 60% af renteaftkastet i kolonne (1). Afviklingen af den nominelle Obligationsmasse fremgår af kolonne (5), og i kolonne (6) er beregnet de kurser, man må forvente i afviklingsperioden for obligationer af den

Tabel a.3. Sammenhængen mellem nominel rente og kurs for indeksobligationer som funktion af den effektive disponible realrente.

Nominel basisrente		Kurs på 40-årige indeksregulerede annuitetsobligationer, dersom den effektive disponible realrente (i pct. p.a.) ved 60% skat af renteaflast andrager:			
		-0,75	0	0,75	1,5
(1)		(2)	(3)	(4)	(5)
-2	% p.a.	99,03	85,92	75,14	66,22
-1,875	- -	<u>100,00</u>	86,68	75,73	66,68
-1	- -	107,33	92,43	80,25	70,21
0	- -	116,87	<u>100,00</u>	86,25	74,99
1	- -	127,66	108,63	93,19	80,58
1,875	- -	138,09	117,04	<u>100,00</u>	86,13
2	- -	139,65	118,30	101,03	86,98
3,75	- -	163,29	137,54	116,80	<u>100,00</u>
4	- -	166,91	140,51	119,25	102,04
5	- -	181,97	152,88	129,50	110,59

pågældende art. Forventningerne bygger på en konstant effektiv disponibel realrente på 0,69% p.a. efter fradrag af 60% skat af renteaflast og baseret på en prisudvikling som nævnt foran under forudsætning 2). Omregnes de nominelle beholdningsbeløb i kolonne (5) efter de forventede kurser i kolonne (6), finder man frem til udviklingen i obligationsbeholdningens kursværdi, jfr. kolonne (7). Tallene i denne kolonne - der svarer til kurve a) på fig.a.1 - giver udtryk for, hvad en låntager til forskellige tidspunkter skal anvende kontant til indfrielse af restgælden på et 7% 40-årigt traditionelt annuitetslån, som med kurs 43 har indbragt 100.000 kr.

Tabel a-4. Traditionelt 7% 40-årigt annuitetslån,
kurs 43, provenu 100.000 kr.

Halvårs- termin nr.	Halvårlig					Kurs Kursværdi af obl.- beholdn.	Pris- tal	Halvårlig			Kurs Kursværdi af obl.- beholdn.	Disp. ydelse	Kursværdi af obl.- beholdn.
	Rente- afkast	Afdrag	Ydelse	Disp. ydelse	Nominel oblig.- beholdn.			(6)	(7)	(8)			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)		
			kr.				— kr.			— realkr.			
0	—	—	—	—	232.558	43,00	100.000	100	—	—	100.000		
2	8.120	574	8.694	3.822	231.429	44,58	103.176	110	7.886	3.467	93.584		
6	8.035	659	"	3.873	228.925	48,25	110.457	134	6.488	2.890	82.425		
10	7.938	756	"	3.931	226.051	49,52	111.950	154	5.654	2.556	72.799		
20	7.628	1.066	"	4.117	216.874	53,25	115.475	217	4.008	1.898	53.234		
30	7.190	1.504	"	4.380	203.927	57,84	117.953	306	2.841	1.431	38.548		
40	6.573	2.122	"	4.751	185.664	63,45	117.807	432	2.014	1.101	27.294		
50	5.701	2.993	"	5.273	159.903	70,22	112.286	609	1.428	866	18.442		
60	4.473	4.222	"	6.011	123.565	78,29	96.736	859	1.012	700	11.264		
70	2.739	5.955	"	7.051	72.306	87,78	63.470	1.211	718	582	5.239		
74	1.861	6.834	"	7.577	46.327	92,00	42.622	1.390	625	545	3.066		
76	1.374	7.320	"	7.870	31.934	94,21	30.084	1.489	584	528	2.020		
78	853	7.842	"	8.183	16.516	96,48	15.934	1.595	545	513	999		
80	294	8.400	"	8.518	0			1.709	509	498	0		

Tabel a-5.

Indeksreguleret 2% 40-årigt annuitetslån,
kurs 102,28, provenu 100.000 kr.

Basisværdier					Indeksregulerede værdier								
Halv- års- termin nr.	Halvårlig				Pristal = Regule- rings- indeks	Obligationsbeholdning							
	Rente- afkast	Afdrag	Ydelse	Disp. ydelse		Nominel oblig.- beholdn.	A-kurs	B-kurs	Ydelse	Disp. ydelse	Nominel værdi	Kurs- værdi	
	(12)	(13)	(9)	(10)		(14)	(15)	(16)	(8)	(3)	(4)	(5)	(7)
— basiskr. (= realkr.)													
0	—	—	—	—	97.769	102,28	102,28	100	—	—	97.769	100.000	100.000
2	970	812	1.781	1.199	96.154	112,70	102,22	110	1.964	1.322	106.010	108.368	98.293
6	937	845	"	1.219	92.825	136,84	102,11	134	2.387	1.634	124.395	127.020	94.784
10	902	879	"	1.240	89.362	156,85	102,00	154	2.739	1.907	137.420	140.163	91.146
20	810	971	"	1.295	80.076	220,63	101,71	217	3.864	2.809	173.700	176.672	81.445
30	709	1.072	"	1.356	69.818	310,35	101,43	306	5.450	4.149	213.633	216.680	70.813
40	597	1.185	"	1.423	58.486	436,48	101,14	432	7.688	6.143	252.442	255.281	59.155
50	473	1.308	"	1.498	45.970	614,09	100,86	609	10.845	9.118	279.887	282.296	46.365
60	336	1.445	"	1.580	32.143	863,83	100,58	859	15.298	13.567	276.062	277.665	32.330
70	185	1.597	"	1.670	16.871	1.215,15	100,30	1.211	21.579	20.237	204.385	205.004	16.922
74	120	1.661	"	1.709	10.323	1.392,88	100,19	1.390	24.763	23.736	143.513	143.789	10.343
76	86	1.695	"	1.729	6.950	1.491,27	100,14	1.489	26.527	25.754	103.506	103.648	6.960
78	52	1.729	"	1.750	3.510	1.596,61	100,08	1.595	28.416	27.915	55.991	56.037	3.513
80	18	1.764	"	1.771	0			1.709	30.440	30.259	0	0	0

I kolonne (8) anføres et indeks for udviklingen i forbrugerpriserne, svarende til forudsætning 2). Deflateres halvårlig ydelse (kolonne (3)) og disponibel ydelse (kolonne (4)) samt obligationsbeholdningens kursværdi (kolonne (7)) i forhold til det forventede priset, finder man de tilsvarende beløb, målt i "realkroner", jfr. kolonnerne (9), (10) og (11).

6. Tabel a. 5 viser rente- og afdragsforhold m.v. for obligationer af et indeksslån på nominelt 97.769 kr., som med købskursen ca. 102 1/4 giver kursværdien 100.000 kr. Vilklårene - der omtales nærmere nedenfor - er tilpasset således, at en skattepligtig person under de angivne forudsætninger vil have samme fordel af at købe indeksobligationer som traditionelle obligationer af den i tilknytning til tabel 4 beskrevne art. De beløb, der er angivet i kolonnerne (3) - (5) og (7) - (11) i tabel 5, er direkte sammenlignelige med beløb under samme kolonnebetegnelser i tabel a.4.

Indeksslånet er bygget op omkring et skema af "basisværdier", der angiver renteafkast (tabel a.5, kolonne (12)), afdrag (kolonne (13)), ydelse kolonne (9)), disponibel ydelse (kolonne (10) og nominal beholdningsværdi (kolonne (14)) på et almindeligt 2% 40-årigt obligationslån af annuitetstypen. Basisværdierne udtrykkes i "basiskroner". Den til basisværdierne svarende effektive disponible rente ved 60% skat af renteafkast beregnes med kursen 102 1/4 til 0,69% p.a.

Anvendes det i kolonne (8) angivne reguleringsindeks på basisværdierne for ydelse, disponibel ydelse og nominal beholdningsværdi i kolonnerne (9), (10) og (14), finder man de tilsvarende "indeksregulerede værdier" i tabellens kolonner (3), (4) og (5).

Foretages - som forudsat - indeksregulering efter et pristal, der dækker de faktiske prisstigninger (forbrugerpristallet), vil et beløb i basiskroner svare til realværdien af de tilsvarende indeksregulerede beløb. Forudsætning 2) indebærer altså, at basiskroner er lig med realkroner.

Kursen på indeksobligationer kan udtrykkes på to måder: A) til anvendelse på obligationernes basisværdi - som man må formode vil være trykt på obligationerne - eller B) til anvendelse på obligationernes indeksregulerede nominalværdi. Kurserne optræder i tabel a. 5 under benævnelserne "A-kurs" (kolonne (15)) henholdsvis "B-kurs" (kolonne (16)).

Det ses af tabellen, at B-kursen med konstant effektiv disponibel realrente og med udgangspunkt nær 100 holder sig næsten uændret gennem hele lånets løbetid. Derimod viser A-kursen en kraftig stigning, som afspejler den forudsatte udvikling i reguleringsindekset. Omregnes obligationsbeholdningens basisværdi (kolonne (14)) på grundlag af A-kurserne eller obligationsbeholdningens indeksregulerede nominalværdi (kolonne (5)) på grundlag af B-kurserne, når man frem til obligationernes indeksregulerede kursværdi, som (målt i kr.) er angivet i tabel a.5, kolonne (7).

Tallene i kolonne (7) - der svarer til kurve b) på fig. a.1 - giver udtryk for, hvad en låntager må regne med, at han til forskellige tidspunkter skal anvende kontant til eventuel indfrielse af restgælden på et 2% 40-årigt indeksslån, som med kurs 102 1/4 har indbragt 100.000 kr. Beløbene er i kolonne (11) deflateret med de forudsatte prisindeks i kolonne (8)

7. Vilkårene for et 7% 40-årigt traditionelt lån og et 2% 40-årigt indeksslån, der indbringer samme provenu (100.000 kr.), og som indebærer samme effektive disponible realrente (0,69% p.a. efter 60% skat af rentefkast), er sammenlignet på fig. a.1 og fig. a.2.

Set fra en låntagers side viser fig. a.1, hvorledes den reelle restgæld (det beløb der skal anvendes kontant ved eventuel indfrielse) på indekslånet vokser til op imod tre gange det modtagne låneprovenu, medens den reelle restgæld på det traditionelle lån stiger til ca. 10% over provenuet. Først efter 38 års forløb bringes den reelle restgæld på indekslånet ned under provenuet, medens det tilsvarende tidsrum for det traditionelle låns vedkommende i eksemplet er 29 år. Den midlertidige stigning i den reelle restgæld på det traditionelle lån beror bl.a. på forudsætningen om, at den fremtidige markedsrente ventes at ville ligge lavere end i udgangsstillingen.

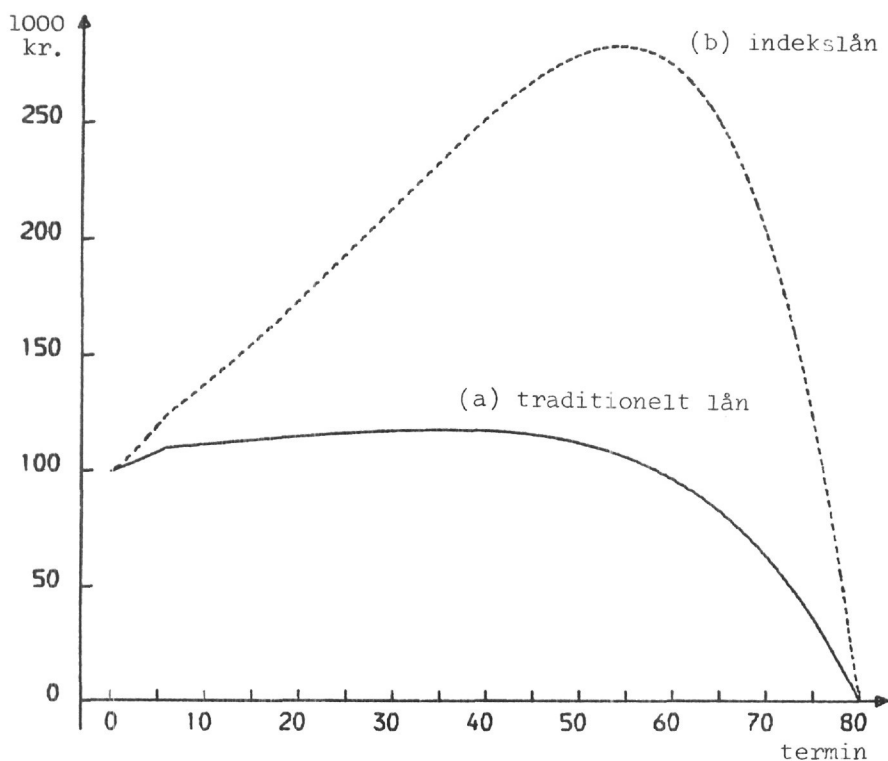
De tilsvarende deflaterede indfrielsessummer viser monotont fald for begge lånetypers vedkommende, jfr. kolonne (il) i tabel a. 4 og tabel a.5.

Udviklingen i halvårlig ydelse og halvårlig disponibel ydelse under de to låneformer er anskueliggjort på fig.a,2. Det ses her, at den samlede ydelse (rente og afdrag) på indekslånet ligger lavere end ydelsen på det traditionelle lån i mere end halvdelen af låneperioden, et forhold som kan have betydning for skattefri debitorer og hermed for bl.a. det almennyttige byggeris valg mellem de to belåningsprincipper. Denne øjensynlige fordel for skattefri låntagere ved overgang til finansiering med indeksregulerede obligationer står i forbindelse med den relativt gunstige markedsplacering, der er regnet med som følge af en særlig efterspørgsel fra obligationskøbere, der kun beskattes af renteaftast.

For normalt skattepligtige debitorer forekommer begyndelsesfordelen ved overgang til indekslån mindre åbenbar. Med 60% i marginal indkomstskat ligger den disponible ydelse på indekslånet dog lavere end på det tilsvarende traditionelle lån i 16 år,, hvorefter billedet vender.

Fig. a.2 viser endvidere, at begyndelsesforskellen mellem ydelse og disponibel ydelse på det traditionelle lån er ret stor, medens den tilsvarende forskel er nærmest ubetydelig for indekslånets vedkommende.

DIAGRAM a.1. Kursværdi af restgæld.

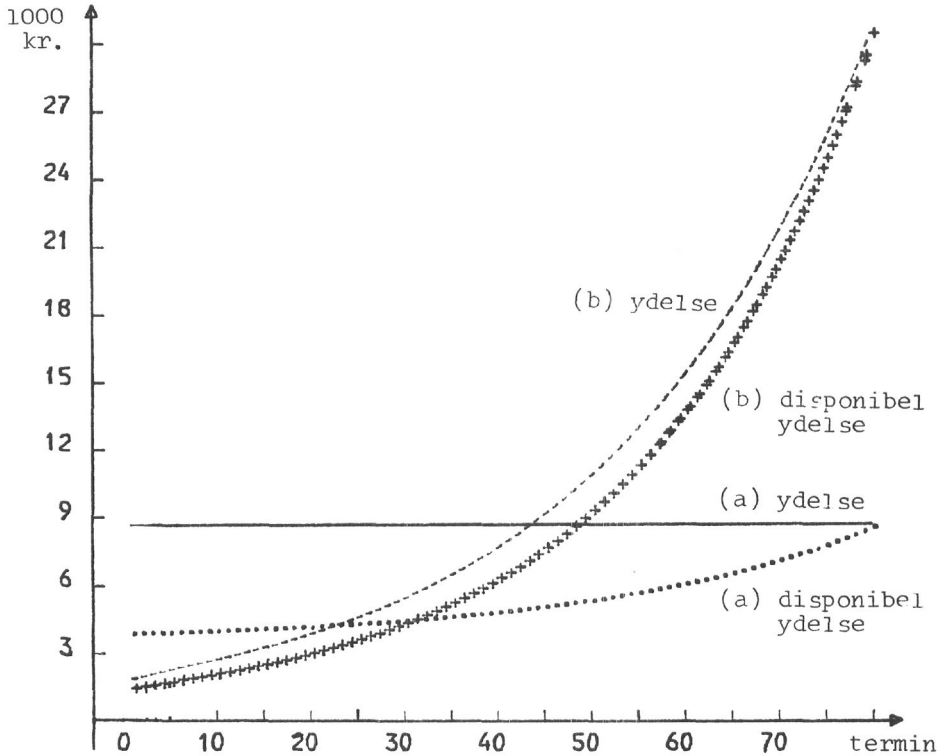


- (a) traditionelt 7 pet., 40-årigt annuitetslån, kurs 43, provenu 100.000 kr.
 (b) indeksreguleret 2 pet., 40-årigt annuitetslån, kurs 102½, provenu 100.000 kr.

Forudsætninger:

- (1) samme effektive disponible realrente (0.69 pet. p.a.) ved de to låntyper holdes konstant gennem hele løbetiden.
- (2) skatten udgør 60 pet. af det direkte renteaflast.
- (3) gennemsnitlig årlig prisstigning på ca. 7.7 pct. (10 pct. p.a. i de første 3 år, derefter 7 pct. p.a.).

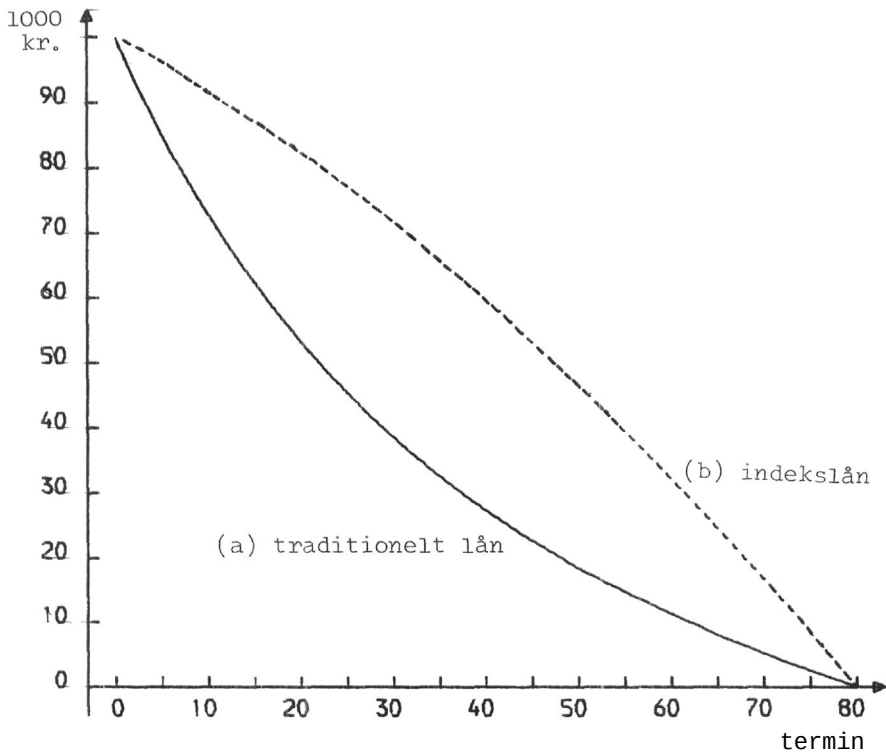
DIAGRAM a.2. Halvårlig ydelse og halvårlig disponibel ydelse.



- (a) traditionelt 7 pct., 40-årigt annuitetslån, kurs 43, provenu 100.000 kr.
 (b) indeksreguleret 2 pct., 40-årigt annuitetslån, kurs 102½, provenu 100.000 kr.

Forudsætninger som i diagram a.1.

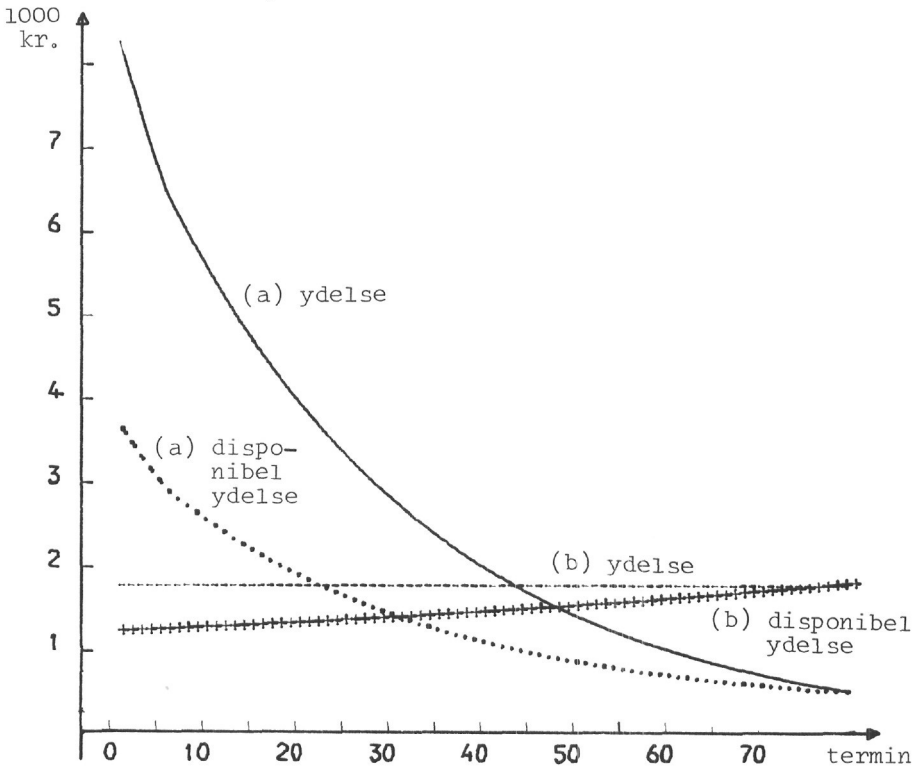
DIAGRAM a.3. Real kursværdi af restgæld.



- (a) traditionelt 7 pct., 40-årigt annuitetslån, kurs 43, provenu 100.000 kro
 (b) indeksreguleret 2 pct., 40-årigt annuitetslån, kurs 102½, provenu 100.000 kr.

Forudsætninger som i diagram a.1.

DIAGRAM a.4. Halvårlig real ydelse og halvårlig real disponibel ydelse.



- (a) traditionelt 7 pct., 40-årigt annuitetslån, kurs 43, provenu 100.000 kr.
 (b) indeksreguleret 2 pct., 40-årigt annuitetslån, kurs $102\frac{1}{4}$, provenu 100.000 kr.

Forudsætninger som i diagram a.1.

Bilag b.

Eksempler på indeksregulerede pantebreve.Kommentarer til indholdet af de viste eksempler på pantebreve med indekstklausul.

1. Arbejdsgruppen har indsamlet nogle eksempler på tinglyste pantebreve med indekstklausul.

Der er ikke gjort noget forsøg på at sammenligne pantebrevsvilkårene med henblik på en vurdering af, om summen af rente og indekstillæg må anses for rimelig eller ej. En sådan vurdering ville nemlig udover oplysning om kurs forde meget detaljerede oplysninger om prioritetsstilling, bl.a. oplysninger om foranstående pantebrevs restgæld og vilkår, samt oplysninger om ejendommens værdi.

2. En gennemgang af udformningen af pantebrevene i nærværende bilag giver arbejdsgruppen anledning til, som anført i kapitel 12 om indekseringsmetode og reguleringsindeks, at fremhæve, at der ved fastlæggelse af indeks bør tages hensyn til, at indekset bør være teknisk veldefineret, præcist og velkendt af parterne, og at indekset bør beregnes af offentlige myndigheder, således at ingen af parterne direkte kan påvirke dets udvikling.

Pantebrevenes detailudformning giver anledning til følgende bemærkninger:

Der er anvendt forskellige reguleringsindeks, dog fortrinsvis reguleringspristallet og månedsprisindekset.

Reguleringsindekset er i flere tilfælde anført uden tilstrækkelig nøjagtig angivelse (f. eks. lovhjemmel), ligesom der ikke er taget stilling til, hvad der skal ske, såfremt beregningen af det pågældende indeks ophører, eller hvorledes restgælden skal opgøres, hvis der uden for de fastlagte terminer sker ekstraordinære afdrag eller indfrielse.

Udgangspunktet for beregningen af indeksreguleringen er i nogle af tilfældene udtrykt upræcist.

Beregningsmetoden er i nogle tilfælde udtrykt således,

at den - måske i et enkelt pantebrev utilsigtet - giver en af parterne ydelser, der ikke er i nøje overensstemmelse med udviklingen i indekset.

3. Såfremt indeksregulerede pantebreve får videre udbredelse, er der efter arbejdsgruppens opfattelse behov for oplysning om, hvilke spørgsmål der bør tages stilling til ved affattelse af indekspantebreve.

Stempel: kr.

Akt: Skab nr.
(udfyldes af dommerkontoret)Sælgerpantebrev ☒
(sæt kryds)

Matr. nr.

Gade og husnr.

Anmelder:

Eksempel 1.

P r i s t a l s r e g u l e r e t

PANTEBREV

Debitor:

Bopæl:

erkender herved at være skyldig til

Kreditor:

Bopæl:

Lånets størrelse: Kr. 20.000,00

Skriver kroner — tyvetusinde — kroner

Det til enhver tid skyldige beløb forrentes med 4% p.a. — er fire procent om året — fra 1. oktober 1974, hvilken rente erlægges med halvdelen i hver 11. juni og 11. december terminer, første gang i 11. december termin 1974 for det da forløbne tidsrum. Det til enhver tid skyldige beløb ifølge nærværende pantebrev vil være at regulere i tilfælde af stigninger eller fald i det i medfør af lovekendtgørelse nr. 243 af 02.06.1971 af Danmarks Statistik beregnede og offentliggjorte reguleringspristal i forhold til det ved nærværende pantebrevs underskrift sidst beregnede og offentliggjorte pristal (132,9 = april 1974) hver 11. juni og 11. december terminer, første gang pr. 11. december termin 1974, ved at multiplicere det ifølge nærværende pantebrev til enhver tid skyldige beløb, forinden disse ordinære terminers indtrædelse med det sidst offentliggjorte reguleringspristal for april respektive oktober (offentliggjort henholdsvis ultimo maj og november) og dividere med reguleringspristallet fra nærmest foregående oktober respektive april. I hver 11. juni og 11. december terminer, første gang i 11. december termin 1974 erlægges en halvårlig ydelse stor kr. 500,—, dog pristalsreguleret i forhold til stigninger eller fald i reguleringspristallet i overensstemmelse med det ovenfor aftalte. Af ydelsen beregnes først renten med 4% p.a. af den til enhver tid værende restgæld, pristalsreguleret som ovenfor aftalt, medens resten afskrives som afdrag herpå.

Pantebrevet indestår fra kreditors side uopsigeligt, indtil det på denne måde er afdraget. Pantebrevet forfalder dog ved ejerskifte (dog undertaget overgang til ægtefælle og/eller livsarvinger og/eller medejere).

Debitor er til en 11. juni og 11. december termin berettiget til at indfri pantebrevet helt eller delvist. Ved indfrielse i tilfælde af ejerskifte reguleres restgælden dog i forhold til det sidst kendte kvartårslige reguleringspristal forud for indfrielsen.

Såfremt grundlaget for fastsættelsen af reguleringspristallet i henhold til lovekendtgørelse nr. 243 af 02.06.1971 ved lov måtte blive ændret eller det måtte blive erstattet af et andet forbrugerindeks uden direkte og indirekte skatter baseret på forbrugssammensætning i lønmodtagerhusstande, er såvel kreditor som debitor forpligtet til at tåle, at

NB. Bopælsforandring skal meddeles til kreditor.

Ved forsinket betaling af renter og afdrag kan kreditor forlange kapitalen indfriet, se side 3 pkt. 9 a.

Bestillings-
formular

T 1

Jensen & Kjeldskov A/S, København

alle reguleringer ifølge nærværende pantebrev sker efter det ændrede pristal eller det nye forbrugerindeks. Skulle reguleringspristallet eller forbrugerindekset bortfalde, skal tilsvarende statistiske beregninger træde i stedet. Uenighed om dette punkt underkastes voldgift, således at hver part vælger sin voldgiftsmand, og disse i mangel af indbyrdes enighed vælger en opmand, som træffer afgørelsen. Kan der ikke opnås enighed om valg af opmand, udpeges denne af civildommeren i den retskreds, hvor den pantsatte ejendom er beliggende. Hver part bærer udgiften til sin voldgiftsmand, medens udgiften til opmanden deles lige mellem parterne. Til sikkerhed for alle betalinger efter dette pantebrev giver jeg kreditor panteret, oprykkende for så vidt som foranstående hæftelser efter disses indhold måtte være eller blive afdraget eller til et forud angivet bestemt tidspunkt helt indfriet i ejendommen matr. nr.

Foranstående pantehæftelser:

1. Kreditforeningen Danmark til rente 10% p.a. kr.
(alm. realkredit)
med statutmæssige forpligtelser.
2. Kreditforeningen Danmark til var. rente
opr. kr. til rest 1/10-74 kr.
med statutmæssige forpligtelser
(kontantlån med særlige indfrielsesvilkår).
At lånet er nedbragt, som ovenfor anført, fremgår ikke af tingbogen.
3. Pristalsregulerede private midler til rente 4% p.a.
oprindelig store kr.

Med hensyn til de ejendommen nu påhvilende servitutter og andre byrder, henvises til ejendommens blad i tingbogen.

Af hensyn til stempling bemærkes, at pantebrevets værdi på intet tidspunkt skønnes at overstige kr.

Nærværende pantebrev forbliver ikke indestående i ejendommen i tilfælde af tvangsauktion. Det i omstående pantebrevsformular A, punkt 10, anførte, er således ikke gældende for nærværende pantebrev.

Iøvrigt underkaster jeg mig de på side 3 trykte bestemmelser. (Justitsministeriets pantebrevsformular A.)

Dato: Pantedeбитор:

Ægtefælle:

Til vitterlighed om ægte underskrift/underskrifter, dateringens rigtighed og udstederens/udstedernes myndighed:

Navn Navn

Stilling Stilling

Bopæl Bopæl

Tinglysningspåtegninger:

Stempel: kr.

Akt: Skab nr.
(udfyldes af dommerkontoret)Sælgerpantebrev ☐
(samt kryds)

Matr. nr.

Gade og husnr.

Anmelder:

Eksempel 2.**PANTEBREV****Debitor:****Bopæl:**

erkender herved at være skyldig til

Kreditor:**Bopæl:****Lånets størrelse: Kr. 100.000,00**

Skriver kroner eet hundrede tusinde kroner 00 øre.

Hovedstolen og restgælden reguleres hver termin (henholdsvis op- eller nedskrives) i takt med det lønregulerende pristal beregnet for tiden i h.t. lovbek. nr. 243 af 2/6-1971 med udgangspunkt i pristallet ved pantebrevets oprettelse 135, således at hovedstolen og restgælden op- eller nedskrives med 1/135 for hvert hele point, dette pristal stiger eller falder. Det senest offentliggjorte kvartalstal forud for terminen anvendes ved beregningen.

Pantebrevet forrentes og afdrages fra 1. august 1974 med en halvårlig ydelse på 9% af den regulerede hovedstol. Af ydelsen beregnes først rente 6½% af den til enhver tid værende regulerede restgæld, medens resten afskrives som afdrag. Ydelsen erlægges i hver 11. juni og 11. december termin, første gang i 11. juni termin 1975, idet der i 11. december termin 1974 alene erlægges renter for tiden 1/8 - 11/12-74.

Pantebrevet indestår fra kreditors side uopsigeligt fra ejer til ejer indtil udløb.

Fra debtors side kan pantebrevet til enhver tid indfries med den ovenfor beregnede regulerede restgæld, reguleret op til det sidst kendte pristal forud for indfrielsen med tillæg af renter fra senest forudgående termin til indfrielsesdatoen.

Den pantsatte ejendom:

NB. Bopælsforandring skal meddeles til kreditor.

Ved forsinket betaling af renter og afdrag kan kreditor forlange kapitalen indfriet, se side 3 pkt. 9 a.

Stempel: kr.

Akt: Skab nr.
(udfyldes af dommerkantoret)Sælgerpantebrev ☐
(sæt kryds)

Matr. nr.

Gade og husnr.

Anmelder:

Eksempel 3.

P r i s t a l s r e g u l e r e t

PANTEBREV**Debitor:****Bopæl:**

erkender herved at være skyldig til

Kreditor:**Bopæl:****Lånets størrelse: Kr. 500,—**

Skriver kroner ----- femhundrede kroner 00 øre -----

Det til enhver tid skyldige beløb forrentes med 5% p.a. - er fem procent om året - fra 1. februar 1974, hvilken rente erlægges med halvdelen i hver 11. juni og 11. december terminer, første gang i 11. juni termin 1974 for det da forløbne tidsrum.

Det til enhver tid skyldige beløb ifølge nærværende pantebrev vil være at regulere i tilfælde af stigninger eller fald i det i medfør af lovbekendtgørelse nr. 243 af 2/6 1971 af Danmarks Statistik beregnede og offentliggjorte reguleringspristal i forhold til det ved nærværende pantebrevs underskrift sidst beregnede og offentliggjorte pristal (oktober 1973 = 122,8 hver 11. juni og 11. december, første gang pr. 11/6 1974, ved at multiplicere det ifølge nærværende pantebrev til enhver tid skyldige beløb forinden disse ordinære terminers indtrædelse med det sidst offentliggjorte reguleringspristal for henholdsvis april respektive oktober (offentliggjort henholdsvis ultimo maj og november) og dividere med 122,8. I hver 11. juni og 11. december terminer, første gang i 11. december termin 1974, erlægges en halvårlig ydelse stor kr. 20,—, dog pristalsreguleret i forhold til stigninger eller fald i reguleringspristallet i overensstemmelse med det ovenfor aftalte.

Af ydelsen beregnes først renten med 5% p.a. af den til enhver tid værende restgæld, pristalsreguleret som ovenfor aftalt, medens resten afskrives som afdrag herpå.

Pantebrevet indestår fra kreditors side uopsigelig, bortset fra tilfælde af ejerskifte og misligholdelse, indtil det på denne måde er afdraget. Debitor er med 14 dages forudgående varsel til en 11. juni eller 11. december termin berettiget til at indfri pantebrevet helt eller delvis.

Såfremt grundlaget for fastsættelsen af reguleringspristallet i henhold til lovbekendtgørelse nr. 243 af 2/6 1971 med lov måtte blive ændret, eller det måtte blive erstattet af et andet forbrugerindeks uden direkte og indirekte skatter baseret på forbrugssammensætningen i lønmodtagerhusstande, er såvel kreditor som debitor forpligtet til at tåle, at alle reguleringer ifølge nærværende pantebrev sker efter det ændrede pristal eller det nye forbrugerindeks.

NB. Bopælsforandring skal meddeles til kreditor.

Ved forsinket betaling af renter og afdrag kan kreditor forlange kapitalen indfriet, se side 3 pkt. 9 a.

Jensen & Kjeldskov A/S, København

Stempel: kr.

Akt: Skab nr.
(udfyldes af dommerkantoret)Sælgerpantebrev ☐
(samt kryds)

Matr. nr.

Gade og husnr.

Anmelder:

Eksempel 4.**PANTEBREV****Debitor:****Bopæl:**

erkender herved at være skyldig til

Kreditor:**Bopæl:****Lånets størrelse: Kr.** 20.000,00

Skriver kroner tyvetusinde 00/100

der forrentes og afdrages samt pristalsreguleres således:

Den årlige ydelse er kr. 2.000,00, som forfalder med halvdelen
kr. 1.000,00 hver den 11. juni og 11. december termin. Første gang
11. december 1974.

Restgælden bliver pristalsreguleret hver 11. juni og 11. december
termin i overensstemmelse med forbrugerprisindekset fra Danmarks
Statistik 1964 lig med 100.

8 % af den herefter fremkomne restgæld er renter, medens resten bliver
afskrevet som afdrag.

Ved ejerskifte forfalder restgælden og skal være betalt senest
tre måneder efter ejerskiftet.

Pantebrevet løber ellers til 11. juni 1984, hvorefter det kan opsiges
med tre måneders varsel.

Til sikkerhed for alle betalinger efter dette pantebrev giver vi
kreditor panteret, oprykkende for så vidt som foranstående pante-
hæftelser efter deres indhold afdrages og/eller til et forud angivet
tidspunkt indfries, i ejendommen matr. nr.

Stempel: kr.

Akt: Skab nr.
(udfyldes af dommerkontoret)Sælgerpantebrev ☒
(sæt kryds)

Matr. nr.

Gade og husnr.

Anmelder:

Eksempel 5.**PANTEBREV****Debitor:****Bopæl:**

erkender herved at være skyldig til

Kreditor:**Bopæl:****Lånets størrelse: Kr. 85.000,00**

Skriver kroner ottetifem tusinde kroner.

Den til enhver tid værende restgæld forrentes fra den 1/5 1974 med 9% p.a.

Renten erlægges med halvdelen hver 11/6 og 11/12 termin, første gang 11/6 1974 for det da forløbne tidsrum.

Den til enhver tid værende restgæld i henhold til nærværende pantebrev reguleres i takt med bevægelserne inden for det lønregulerende pristal (lov nr. 215 af 19/5 1971), eller hvad der måtte træde i stedet herfor med pristallet pr. 1/1 1974 som basis.

Reguleringen sker hver 11/6 og 11/12 termin på grundlag af det pristal, som ligger mere end 4 måneder før terminen.

Nærværende pantebrev afdrages med 3% p.a. af den til enhver tid værende restgæld, første gang 11/6 1974.

Bortset fra misligholdelse henstår den regulerede kapital uopsigelig fra kreditors side indtil den 1/4 1984, til hvilken eller enhver senere termin kapitalen med 3 måneders forudgående skriftligt varsel kan opsiges til fuldstændig indfrielse.

Pantebrevet forfalder ikke ved ejerskifte, når der betales et ekstraordinært afdrag på 15% af restgælden.

Overdragelse til ægtefælle og/eller livsarvinger betragtes ikke som ejerskifte, der udløser pligt til at betale ejerskifteafdrag.

Debitor i henhold til nærværende pantebrev og enhver fremtidig ejer af den pantsatte ejendom, som tiltræder nærværende pantebrev som personlig debitor, hæfter som selvskyldnerkautionister for betaling af enhver ydelse i henhold til nærværende pantebrev, indtil pantebrevet er fuldt indfriet.

Den pantsatte ejendom:

matr. nr.

NB. Bopælsforandring skal meddeles til kreditor.

Ved forsinket betaling af renter og afdrag kan kreditor forlange kapitalen indfriet, se side 3 pkt. 9 a.

Jensen & Kjeldskov A/S, København

Stempel: kr.

Akt: Skab nr.
(udfyldes af dommerkontoret)~~225.-~~

234

Sælgerpantebrev ☐
(sæt kryds)

Matr. nr.

Gade og husnr.

Anmelder:

Eksempel 6.

I marg. blev anført

PRISTALSREGULERET HOVEDSTOL**PANTEBREV****Debitor:****Bopæl:**

erkender herved at være skyldig til

Kreditor:**Bopæl:****Lånets størrelse: Kr. 40.000,-**

Skriver kroner fyrre tusinde kroner,

som jeg forpligter mig til at forrente fra 1/1 1970 med 7% -
er syv procent - p.a.Renten erlægges med halvdelen hver 1/1 og 1/7, første gang 1/7 1970
for det da forløbne tidsrum.

Pantebrevet afdrages med kr. 2.000,- hver 1/1 og 1/7,
første gang 1/7 1970. Debitor kan indfri gælden når som helst.
Pantebrevet forfalder ved ejerskifte, dog ikke ved overgang til
ægtefælle eller livsarvinger.

Pantebrevets hovedstol pristalsreguleres i overensstemmelse med
lov nr. 83 af 16. marts 1963 om beregning af et reguleringstal med
det i medfør af nævnte lov den 1. oktober 1969 fastsatte pristal
som udgangspunkt, dog således, at regulering nedad ikke kan ske
under det pr. 1. oktober 1969 gældende pristal (135,1). Renter
beregnes af den under hver termin opgjorte restgæld pristalsregu-
leret som foran nævnt. Afdrag, også ekstraordinære, pristals-
reguleres ligeledes.

Til sikkerhed for alle betalinger efter dette pantebrev giver jeg
kreditor panteret, oprykkende for så vidt som foranstående hæftelser
efter disses indhold måtte være eller blive afdraget eller til et
forud angivet bestemt tidspunkt helt indfriet, i ejendommen:

matr. nr.

Stempel: kr.

Akt: Skab nr.
(udfyldes af dommerkantoret)Sælgerpantebrev ☐
(sæt kryds)

Matr. nr.

Gade og husnr.

Anmelder:

Eksempel 7.**PANTEBREV****Debitor:****Bopæl:**

erkender herved at være skyldig til

Kreditor:**Bopæl:****Lånets størrelse: Kr.** 100.000,00

Skriver kroner éthundredetusinde 00/100 _____

Ovennævnte lån forpligter jeg mig til at forrente fra dags dato med 18% pro anno.

Renten erlægges hver den første i måneden, første gang 1. okt. 1974.

Pantegælden afdrages ikke, men forfalder til fuld indfrielse den 1. oktober 1977.

Pantegælden indeksreguleres endvidere således, at for hvert fulde point månedspristallet stiger, skal der indbetales 3% løbende måned + 30 dage efter offentliggørelse af månedsprisindekset fra Danmarks Statistik. Som udgangspunkt anvendes pristallet 138,2.

På ovennævnte betingelser indestår pantebrevet således uopsigelig til udløb. Ved ejerskifte, dog ikke til ægtefælle, forfalder pantebrevet til indfrielse.

Den pantsatte ejendom: Matr. nr. _____ af _____ by og sogn har et areal, jfr. tingbogen, på _____ m² og er ved 15. alm. vurdering vurderet til kr. _____ grundværdi kr. _____

Oprykkende panteret efter:

1. Kreditforeningen Danmark opr. kr. _____ 7%,
uaflyst nedbragt pr. 11. juni 1974 til: kr.
2. Privat 9% med TV oprettet kr.
3. do " " " do kr.
4. do " " " do kr.
5. do " " " do kr. _____
kr.

Med hensyn til ejendommen nu påhvilende servitutter og andre byrder henvises til ejendommens blad i tingbogen.

NB. Bopælsforandring skal meddeles til kreditor.

Ved forsinket betaling af renter og afdrag kan kreditor forlange kapitalen indfriet, se side 3 pkt. 9 a.

Jensen & Kjeldskov A/S, København

Stempel: kr.

Akt: Skab nr.
(udfyldes af dommerkontoret)Sælgerpantebrev ☐
(sæt kryds)

Anmelder:

Eksempel 8.

Matr. nr.

Gade og husnr.

P r i s t a l s r e g u l e r e t

PANTEBREV**Debitor:****Bopæl:**

erkender herved at være skyldig til

Kreditor:**Bopæl:****Lånets størrelse: Kr. 1.000,00**

Skriver kroner et tusinde kroner oo øre -----

som jeg forpligter mig til at forrente med 8% p.a. skriver otte procent om året.

Hovedstolen reguleres hver termin (henholdsvis op- eller nedskrives) i takt med det lønregulerede pristal^x) med udgangspunkt i pristallet ved pantebrevets oprettelse 132, således at hovedstolen op-eller nedskrives med 1/132 for hvert hele point, dette pristal stiger eller falder. Det senest offentliggjorte månedstal forud for terminen anvendes ved beregningen.

Pantebrevet forrentes og afdrages fra 11.6.1974 med en halvårlig ydelse på 5% af den regulerede hovedstol. Af ydelsen beregnes først rente 4% af den til enhver tid værende restgæld, medens resten afskrives som afdrag. Ydelsen erlægges hver 11.6. og 11.12, første gang 11.12.1974.

Ved ejerskifte erlægges et ekstraordinært afdrag på 15% af den regulerede hovedstol.

Pantebrevet indestår fra kreditors side uopsigeligt fra ejer til ejer indtil 11.12. termin 1984, til hvilken eller enhver senere termin restgælden kan opsiges med 6 mdr. varsel.

Fra debtors side kan pantebrevet til enhver tid indfries helt eller delvis.

Den pantsatte ejendom er matr. nr.

x) jfr. lov 215 af 19/5 1971 og lovebekg. nr. 213 af 2/6 1971.

P a n t e b r e v

Undertegnede
 erkender herved at være skyldig til
 den sum

kr. 365.000,00

trehundresekstifemtusinde kroner 00 øre for modtaget kontant lån, hvilke 365.000,00 kr. jeg forpligter mig til at forrente fra den 21. marts 1966 at regne med 11% p.a. er elleveprocent om året, som erlægges med halvdelen i hver 11. juni og 11. december termin, første gang i 11. juni termin 1966 for det da forløbne tidsrum.

Kapital er fra begge parter side uopsigelig indtil 11. juni termin 1976 (syvtiseks), i hvilken termin kapitalen forfalder til betaling uden varsel.

Til sikkerhed for alle betalinger efter dette pantebrev giver jeg kreditor panteret, oprykkende for såvidt som foranstående pantehæftelser efter deres indhold afdrages og/eller til et forud angivet bestemt tidspunkt indfries, i ejendommen matr. nr.
 vurderet til ejendomsværdi til kr.

Foranstående pantehæftelser:

Privat pantebrev til til rest kr.
 der i tingbogen henstår uaflyst for
 kr. å 6% p.a.

Pristalsregulering: gælden ifølge nærværende pantebrev skal forhøjes i overensstemmelse med det lønregulerende pristal med basis pristallet, der fastsættes i januar 1966. Reguleringen skal ske i procent, og regulering skal ske, hvergang det lønregulerende pristal forhøjes med 2 - to - procent. Såfremt der ved et lønregulerende pristals fastsættelse ikke må ske fulde 2% forhøjelse, skal det resterende overføres til næste pristalsfastsættelse. Reguleringen af restgælden sker med virkning - også for forrentning - fra den første i den måned, hvori pristallet fastsættes.

Renten forhøjes efter samme målestok og til samme terminer som ovenfor fastsat for forhøjelse af hovedstolen. Den eventuelt forhøjede rente får virkning fra den 11. juni eller 11. december termin, der ligger forud for den måned, hvor det eventuelle ny pristal fastsættes.

Bilag C,1

Højesterets dom 16. juni i sag II 23/1971.

Østre Landsrets dom 25. januar 1971 (VII afd.).
(Henningsen, Mikkelsen, Unmack Larsen (kst.))

Ved skøde af 6. april 1968 solgte sagsøgeren pensionist K. K. Johansen den ham da tilhørende ejendom matr. nr. 36 v Slagelse købstads markjorder til slagtersvend Poul Erik Herstal for en købesum af 64.468 kr., der berigtigedes ved, at køberen overtog et indestående lån til husmandskreditforeningen 6.000 kr., kontant betalte 10.000 kr., medens restkøbesummen 48.468 kr. afgjordes ved, at køberen forpligtede sig til at betale sælgeren, så længe han lever, 700 kr. den 1. i hver måned, første gang den 1. maj 1968. Kapitalværdien heraf udregnedes i henhold til bekendtgørelse af 13. december 1966 i skødet således: 8.400 kr. x 5,77 eller 48.468 kr.

I den af sagsøgeren indgivne selvangivelse for skatteåret 1969/70 medtog sagsøgeren ikke den i året 1968 oppebårne ydelse stor 5.600 kr., hvorefter skatterådet for Skelskør skattekreds forhøjede sagsøgerens selvangivelse med dette beløb og ansatte sagsøgerens skattepligtige indkomst **til 16.824 kr.**, hvilken afgørelse ved kendelse af 13. november 1969 blev stadfæstet af Landsskatteretten, idet den omhandlede ydelse karakteriseredes som en aftægtsydelse, der i medfør af statsskattelovens § 4 litte c fandtes af indkomstskattepligtig karakter.

Under nærværende sag har sagsøgeren derefter påstået sagsøgte Finansministeriet dømt til at anerkende, at den af Landsskatteretten foretagne ansættelse af hans indkomst for skatteåret 1969/70 til 16.824 kr. ændres således, at beløbet nedsættes med 5.600 kr.

Sagsøgte Finansministeriet har nedlagt påstand om frifindelse.

Sagsøgeren har til støtte for sin påstand navnlig gjort gældende, at ifølge det danske sprog er rente kapitalgevinst, hvorfor de 48.468 kr. må være skattefri, idet der ingen kapitalgevinst findes, før der ved ydelserne er betalt i alt 48.468 kr., indtil da er det kun afdrag.

Sagsøgeren har endvidere påberåbt sig indholdet af statsskattelovens § 5.

De 48.468 kr. fremkommer af handelen som restsum ved salget af ejendommen og ikke ved kapitalisering af de 700 kr., der kun er en vejledning for tinglysning.

Sagsøgte har til støtte for sin påstand om frifindelse navnlig anført, at den ydelse sagsøgeren modtager må anses som en aftægtsydelse, der efter statsskattelovens § 4c er indkomstskattepligtig, idet de løbende ydelser således som berigtigelsen i nærværende tilfælde har fundet sted, falder ind under denne lovbestemmelse, og der ingen hjemmel foreligger til at undlade beskatning af de løbende ydelser.

Retten finder i det hele at kunne tiltræde det af sagsøgte fremførte, og den af sagsøgte nedlagte påstand om frifindelse vil herefter være at tage til følge. - - -

Sagsøgeren betaler i sagsomkostninger til sagsøgte 500 kr.

Højesterets dom.

Den indankede dom er afsagt af Østre Landsret.

I pådømmelsen har deltaget syv dommere: Hermann, Gjerulff, Spleth, H. A. Sørensen, Vetli, Schaumburg og Thygesen.

For Højesteret har appellanten gentaget sin for Landsretten nedlagte påstand.

Indstævnte har påstået stadfæstelse.

Til dommens fremstilling føjes, at appellanten er født den 19. september 1892, og at den appellanten ved skødet tillagte månedlige ydelse efter skødets post 6 er pristalreguleret.

Det tiltrædes, at den omhandlede ydelse må henføres under bestemmelsen i statsskattelovens § 4c om "- - - liv-rente, - - - aftægt og deslige", og dommen vil herefter være at stadfæste.

Hver part findes at burde bære sine sagsomkostninger for Degge retter.

Thi kendes for ret:

Landsrettens dom bør ved magt at stande.

Hver part bærer sine sagsomkostninger for Landsret og Højesteret.

(Dommen er gengivet i Ugeskrift for Retsvæsen 1971, p.597).

Bilag c,2Meddelelser fra Landsskatteretten 1957, nr. 124.

LSR. I. 1956-57 nr. 10268. Kendelse afsagt den 8. april 1957.

Rentier A klagede over, at han var anset for indkomstskattepligtig af en kursgevinst på 9.300 kr.

Det fremgik af sagen, at der i 1927 blev udstedt et pantebrev til klageren på 6.000 kr., og at pantebrevet i 1932 fik en tilføjelse om, at kapitalen, når den forfaldt, kunne forlanges udredet med et beløb, svarende til prisen for 428 tdr. byg.

I henhold hertil havde klageren i 1955 fået udbetalt 15.300 kr., hvoraf de stedlige ligningsmyndigheder havde anset 9.300 kr. for indkomstskattepligtig for klageren.

Landsskatteretten fandt, at den opnåede avance, der var en følge af konjunkturstigningen, var en formuestigning, som måtte ligestilles med en kursavance, der i henhold til bestemmelsen i statsskattelovens § 5a ikke ville være at medregne til den skattepligtige indkomst.

I overensstemmelse hermed blev den påklagede ansættelse nedsat med 9.300 kr.

Bilag c,3Meddelelser fra Landsskatteretten 1970, nr. 36.

LSR. I. 1968-69 nr. 10.968. Kendelse af 14. august 1969.

Landinspektør A klagede over, at skatterådet ikke havde anset ham for berettiget til ved opgørelsen af sin skattepligtige indkomst at fradrage pristalsregulering med 174 kr. af afdrag, som han L henhold til overenskomst om overtagelse af en halvpart i en bestående forretning havde erlagt.

Det fremgik af sagen, at klageren pr. 1. januar 1966 overtog halvparten i en hidtil af en anden landinspektør som eneste indehaver drevet forretning. I forbindelse med overtagelsen oprettedes en interessentskabskontrakt, hvoraf det bl.a. fremgik, at et restbeløb på 91.000 kr. af klageren skulle afvikles med 30 halvårige afdrag i tiden fra den 1. juli 1966 til den 1. januar 1981. Den til enhver tid værende restgæld forrentedes med en nærmere angiven banks højeste indlånsrente, og de i kontrakten stipulerede afdrag skulle reguleres i forhold til det lønregulerende pristal med udgangspunkt i

pristallet fra januar 1966, der udgjorde 115,7.

For året 1967 havde pristalsreguleringen andraget 174 kr., der var udgiftsført i klagerens regnskab.

Sælgeren af den omhandlede halvpart havde fra skattedepartementet indhentet en udtalelse gående ud på, at de af ham modtagne reguleringsbeløb ikke skulle medregnes ved opgørelsen af hans skattepligtige almindelige eller særlige indkomst, og skatterådet havde derefter ved den foretagne ansættelse af klagerens skattepligtige indkomst modsætningsvis ment, at beløbet ej heller kunne fradrages hos klageren, idet forholdet var begge parter indkomstopgørelse uvedkommende.

Klagerens revisor påstod over for landsskatte-
retten principalt, at klageren både nu og i fremtidige-
tilfælde måtte være berettiget til at udgiftsføre regu-
leringsbeløbene, idet han ikke kunne finde nogen begrun-
delse for den af skatterådet dragne modsætningsslutning.
Subsidiært påstod han klageren tillagt en form for af-
skrivningsret med hensyn til de årlige reguleringsbeløb.

Vedrørende den principale påstand fandt lands-
skatteretten, at behandlingen af de pristalstillæg, som
ifølge kontrakten blev at erlægge ved betaling af afdrag,
i relation til spørgsmålet om fradrag måtte rette sig
efter hovedydelsens karakter. Da der herefter ikke fore-
lå grundlag for fuldt fradrag i indkomsten af det om-
handlede tillæg, kunne der ikke gives klageren medhold i
denne påstand.

Med hensyn til spørgsmålet om indrømmelse af
en form for afskrivningsret fandt landsskatteretten, at
de pristalsreguleringer, der ifølge kontrakten skulle
foretages gennem afdragsperioden under hensyn til pris-

tallets stilling ved det enkelte afdrags erlæggelse, måt-
te ses under ét, idet det først, når sidste afdrag på
købesummen var afviklet, kunne konstateres, med hvilke
beløb denne var blevet reguleret som følge af kontrakten.
Heraf måtte følge, at den pristalsydelse, der kom til er-
læggelse ved det enkelte afdrags betaling, ikke isoleret
kunne betragtes som et i sig selv definitivt fastlagt
afskrivningsgrundlag med eget afskrivningsforløb. Deri-
mod ville der efter rettens opfattelse, når afdragsperio-
den var udløbet, og den samlede købesum (incl. pristals-
reguleringen) dermed var fastlagt, kunne påbegyndes af-
skrivning på det beløb, som ialt var erlagt ud over det
i kontrakten fastsatte grundbeløb for købesummen, hvor-
hos der ved avanceopgørelsen ved et eventuelt salg af kl
klagerens anpart af virksomheden ville være at tage hen-
syn til den ikke afskrevne del af pristalsreguleringen
som et tillæg til anskaffelsessummen for anparten.

Da der efter det anførte ikke fandtes at kunne indrømmes særskilt afskrivning på det i indkomståret erlagte pristalstillæg, måtte det herefter have sit forblivende ved den påklagede ansættelse.

Bilag c,4

Østre Landsrets Dom 16. februar 1971 i sag XII 313/1970.

(Erik Jensen, Povl Hansen, Pia Stürup).

Sagsøgeren, direktør Marinus Smits, der er hollandsk statsborger, bosiddende her i landet, lod i årene 1961-1966 til brug for sin rederivirksomhed bygge 7 skibe på hollandske skibsværfter. Skibene skulle betales i Gylden (Hfl), og det var et aftalt vilkår, at skibsværftet skulle sørge for den fornødne finansiering. Værftet skaffede sagsøgeren lån på indtil 70 pct. af byggesummen især hos "Scheepsvaart Kredit N.V." og "N.V. Veenkoloniale Bank voor Hypothek en Scheepsverband". Bankerne, hvis bestyrelsesflertal er skibsværftsdirektører, yder kun lån i skibe. Sagsøgeren udstedte pantebreve i skibene til vedkommende bank, der fik transport fra værftet på dettes tilgodehavende for skibene hos sagsøgeren. Lånenes løbetid var 8-12 år og rentefoden ca. 6 pct. årlig, idet rentesubsidier, som af den hollandske stat ydes værfterne, fuldt ud overførtes til sagsøgeren. Danmarks Nationalbank meddelte sagsøgeren tilladelse til optagelse af lånene på vilkår, at låneprovenuet ikke hjemtoges, men overførtes direkte til det hollandske værft. Skibene blev indregistreret i Holland og har i hovedsagen været timechartrede der. Indtægterne er indgået i Dmark og Hfl. Alle skibene var leveret og lånene optaget, da den danske krone i efteråret 1967 blev devalueret med ca. 7,9 pct. På sin selvangivelse for skatteåret 1968/69 forhøjede sagsøgeren sin skattepligtige formue under konto: "Saldoværdi af driftsmidler" med 1.228.644 kr. svarende til den af devalueringen følgende forøgelse af hans pantegæld i danske kroner. Ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst fradrog han som skattefri afskrivning 9 pct. af nævnte formueforøgelse eller 110.578 kr. Gentofte kommunes ligningskommission og

Gentofte skatteråd ansatte hans indkomst og formue i overensstemmelse hermed, men amtsskatterådet for Københavns øatre amtsskattekreds nedsatte hans skattepligtige formue og forhøjede hans skattepligtige indtægt med de nævnte beløb. Denne afgørelse indbragte sagsøgeren for Landsskatteretten, der ved kendelse af 30. januar 1970 stadfæstede afgørelsen. Det hedder i kendelsen bl.a.: "____Forøgelsen af gælden iøvrigt er imidlertid anset som vedrørende formuesfæren, hvorfor afskrivning herpå er nægtet og indkomsten forhøjet med____Klageren har for så vidt angår de påklagede ændringer påstået selvangivelsen lagt til grund.

Landsskatteretten er imidlertid enig i den af amtsskatterådet foretagne sondring mellem gældsforøgelse vedrørende virksomhedens løbende drift og gældsforøgelse vedrørende formuesfæren, ligesom retten kan tiltræde de som følge heraf foretagne ændringer af den selvangivne indkomst.

Den påklagede indkomstansættelse vil følgelig være at stadfæste.

Da endvidere den påklagede formueansættelse er en konsekvens af den indkomstmæssige behandling af de påklagede forhold; vil formueansættelsen ligeledes være at stadfæste.____".

Under denne d. 17. juli 1970 anlagte sag har sagsøgeren påstået sagsøgte, finansministeriet, tilpligtet at anerkende, at hans skattepligtige indtægt for skatteåret 1968/69 udgør ÷ 158.580 kr., og at hans skattepligtige formue udgør 1.677,040 kr., idet sagsøgeren gør gældende, at han er berettiget **til** at opskrive sin saldo for driftsmidler med 1.228.644 kr. som følge af hans gældsforøgelse på grund af devalueringen, og at foretage afskrivning i sin indkomst med 9 pct. af dette beløb eller 110.578 kr.

Sagsøgte har påstået frifindelse.

Som svar på en forespørgsel fra sagsøgerens advokat har "N.V. Veenkoloniale Bank voor Hypotheek en Scheepsvorband" i en skrivelse af 30. december 1970 erklæret, at det hollandske værft på eget initiativ har sørget for den skete financiering, og at sagsøgeren ikke på noget tidspunkt har haft rådighed (Verfügung) over lånebeløbene.

Sagsøgeren har til støtte for sin påstand anført, at ligningsmyndighederne i praksis tillader opskrivning af en engang opgjort anskaffelsessum på grund af devaluering, men kun såfremt skatteyderens gæld er et leverandørlån. Ligningsmyndighederne indfører herved på afskrivningsområdet uden nogen lovhjemmel en sondring mellem en indkomstsfære og en formuesfære. Skattemyndighederne giver ikke nogen reel begrundelse for sondringen og oplyser intet om efter hvilke kriterier der sondres. Der er tale om rene cirkelslutninger, som er opstået på baggrund af bestemmelsen i statsskattelovens § 5 a. Der er imidlertid ikke tale om en stigning i værdi som omhandlet i nævnte bestemmelse. Sagsøgerens opskrivning bevirker ikke en ændring i hans opgjorte nettoformue, idet gælden som følge af devalueringen er steget med samme beløb. Skattemyndighederne har ikke taget noget hensyn til de faktiske forhold, idet sagsøgeren ved devalueringen er blevet mere velhavende. Eventuelt salg af skibene vil ske i hollandsk mønt, og indtægterne indgår i samme mønt. Hvis opskrivning nægtes, bliver hans angivne nettoformue på grund af gældens stigning mindre end før devalueringen. Det kan ikke være afgørende, at anskaffelsessummen ikke straks kan gøres endeligt op. Udskudt opgørelse kendes også ved opførelse af fast ejendom, når alle håndværkerudgifter først er oplyst måske 1-2 år efter opførelsen. Ved prisreguleringsklausuler i skibsbygningskontrakter, hvor leveringstiden kan være 2-3 år, må anskaffelsessummen ligeledes revideres.

Selvom skattemyndighedernes praksis følges, må der gives sagsøgeren medhold, idet gælden ganske kan sidestilles med leverandørgæld. Det er kun for at undgå stempelafgifter, at sagsøgeren ikke har udstedt pantebrevene til værftet, der herefter kunne tiltransportere dem til banken. Værftet er den reelle låntager, idet sagsøgeren aldrig har kunnet råde over lånene, og han har fået værftets rentesubsidier. Barken er ikke et almindeligt pengeinstitut, men må anses for skibsværftets "forlængede arm". Ingen kunde kan betale nybyggede skibe kontant, og lånetider på ca. 10 år er sædvanlige. Lånet må derfor sidestilles med en almindelig leverandørgæld.

Sagsøgte har til støtte for sin påstand anført, at udgangspunktet efter afskrivningsloven må være, at der ikke kan ske nogen ændring i et engang fastsat afskrivningsgrundlag. Ved opførelsen af en fast ejendom fastlægges afskrivningsgrundlaget først, når byggeudgifterne er gjort endeligt op. Prioriteringsudgifter og kurstab medregnes efter afskrivningslovens § 22 (jfr. lovbekendtgørelse nr. 264 af 23. juni 1965) ikke til anskaffelsessummer for faste ejendomme, og denne regel anvender ligningsmyndighederne med rette analogt på skibe. Disse følger i almindelighed afskrivningsreglerne for driftsmidler, men med hensyn til pantsætning har de afgørende ligheder med faste ejendomme. En senere indtrådt forøgelse af pantegælden kan allerede af denne grund ikke ændre saldoværdien for afskrivning. Efter devalueringen har ligningsmyndighederne gjort en enkelt undtagelse med hensyn til afskrivningsgrundlaget, idet man har tilladt opskrivning af driftsmidler for så vidt angår forøgelsen af almindelig leverandørgæld. Denne praksis har kun været anvendt ved kortfristede lån, hovedsageligt i forbindelse med maskinkøb, og det er tvivlsomt, om den ville blive bragt i anvendelse på leverandørgæld, der løb over en årrække. Praksis har ikke

nogen udtrykkelig lovhjemmel, og ligningsmyndighederne har ret til selv at drage de almindelige grænser for den. Ved grænsedragningen har man anvendt principper, der harmonerer med statsskattelovens regler om, at driftsudgifter kan fradrages i indkomsten, men tab på formuen ikke, jfr. statsskattelovens § 5 a. Man har aldrig tilladt afskrivning af en gældsforøgelse som følge af devaluering, når det drejede sig om gæld til trediemand eller ekstraordinær leverandørgæld. Uanset at værftet har skaffet lånet, er der her tale om et direkte lån fra banken til sagsøgeren, der har udstedt pantebrev til banken. Grunden til, at sagsøgeren ikke kunne få lånet udbetalt, er, at det skulle anvendes til finansiering af skibsnyggeri. Værftet har hverken kunnet eller villet yde kredit, og det ville ikke gøre nogen forskel i sagsøgerens retsstilling, om pantebrevet var udstedt til værftet og transporteret til banken. Det drejer sig ikke om kredit, men om finansiering, og sagsøgerens langfristede gæld hører i udpræget grad hjemme i formuesfæren. Konsekvensen af en opskrivning af sagsøgerens saldo værdi for skibe måtte blive en tilsvarende nedskrivning for så vidt angår skibe købt og finansieret i England, der devaluerede med 15 pct. i efteråret 1967. En sådan nedskrivning ville klart savne hjemmel.

Landsretten skal udtale:

Efter bestemmelserne i loven om skattefri afskrivninger, jfr. nu lovbekendtgørelse nr. 604 af 23. december 1969 om skattemæssige afskrivninger, § 13 sammenholdt med §§ 2 og 7, sker afskrivning på skibenes saldo værdi, der fastsættes på grundlag af den faktiske anskaffelsessum ved leveringen, alene med tillæg af senere afholdte forbedringsudgifter. Efter lovens ordlyd og forarbejderne til afskrivningslov nr. 199 af 6. juli 1957 er det forhold, at genanskaffelsesværdien f.eks. på grund af prisstigninger øges, uden betydning.

Der ses ikke at være hjemmel til at opskrive saldo­værdien af skibene på grund af, at sagsøgerens gæld efter leveringen er øget som følge af devaluering. Herefter vil sagsøgtens frifindelsespåstand være at tage til følge. ____

Det pålagdes sagsøgeren at betale sagsøgte 1.500 kr. i sagsomkostninger.

(Dommen er gengivet i Ugeskrift for Retsvæsen 1971, p. 543 ff.)

Bilag c,5Skattepligt.

1. Beskrivelsen i kapitel 9 er efter sit indhold umiddelbart dækkende for så vidt angår fysiske personer, der er fuldt skattepligtige til Danmark. (Om hvem, der er fuldt skattepligtig, henvises til kildeskattelovens § 1, jfr. bilag c,6).

2. For en fysisk person, der ikke er fuldt skattepligtig, vil en indeksreguleret fordring ikke i sig selv medføre, at han bliver begrænset skattepligtig. (Om hvem, der er begrænset skattepligtig, henvises til kildeskattelovens § 2, jfr. bilag c,6).

For en fysisk person, der er begrænset skattepligtig, skal indtægten af en indeksreguleret fordring, der falder inden for grundlaget for den begrænsede skattepligt, medregnes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst i samme omfang som for fuldt skattepligtige.

3. For juridiske personer gælder (idet der henvises til selskabsskattelovens §§ 1-3, jfr. bilag c,7 og cirkulære af 22. december 1961 til selskabsskatteloven, jfr. bilag c,7, at en del er undtaget for skattepligt (bl.a. staten og dens institutioner, kommunerne og kommunale virksomheder og institutioner, Danmarks Nationalbank, almennyttige boligselskaber og kreditforeninger), og at en del er skattepligtige (bl.a. indregistrerede aktieselskaber, andre lignende selskaber og brugsforeninger). Andre foreninger, korporationer, stiftelser, legater og selvejende institutioner er kun skattepligtige, for så vidt angår indtægt ved erhvervsmæssig virksomhed, og dette omfatter ikke renter eller indekstillaeg.

Besiddelsen af indeksregulerede pengefordringer vil ikke have selvstændig betydning for, om en juridisk person er skattepligtig.

Bilag c, 6.

Lov om opkrævning af indkomst- og formueskat for personer m. v.
(Kildeskat).

Afsnit I.

Skattepligten.

§ 1. Pligt til at svare indkomst- og formueskat til staten i overensstemmelse med reglerne i denne lov påhviler:

1. personer, der har bopæl her i landet,
2. personer, der inden for de sidste 4 år har haft bopæl her i landet, medmindre de godtgør at være undergivet indkomstbeskatning til fremmed stat eller Færøerne efter reglerne for derboende personer,

3. personer, der uden at have bopæl her i landet opholder sig her i et tidsrum af mindst 6 måneder, heri medregnet kortvarige ophold i udlandet på grund af ferie eller lignende.

4. danske statsborgere, der uden at være omfattet af bestemmelserne under nr. 1-3 gør tjeneste eller varigt opholder sig om bord på skibe med hjemsted her, medmindre de godtgør, at de har bopæl i udlandet, eller at de aldrig har haft bopæl her i landet. Udenlandsk statsborger, der inden sin tjeneste eller sit ophold ombord senest har været skattepligtig her i landet i medfør af bestemmelserne i nærværende paragraf, sidestilles i denne forbindelse med dansk statsborger,

5. danske statsborgere, som af den danske stat er udsendt til tjeneste uden for riget, og som ikke er omfattet af bestemmelserne foran under nr. 1-3, samt de med disse personer samlevende ægtefæller og de hos dem hjemmeværende børn, der ikke er fyldt 18 år ved indkomstårets begyndelse, når de pågældende ægtefæller og børn er danske statsborgere, og de ikke er undergivet indkomstbeskatning til fremmed stat efter reglerne for derboende personer,

6. dødsboer, der skiftes her i landet.

§ 2. Pligt til at svare indkomst- og formueskat til staten påhviler endvidere personer, der ikke omfattes af bestemmelserne i § 1, og dødsboer, der behandles i udlandet, for så vidt de pågældende personer eller dødsboer

- a) oppebærer indkomst her fra landet af den i § 43, stk. 1, nævnte art hidrørende fra virksomhed udført her i landet,
- b) oppebærer indkomst her fra landet, der i medfør af § 43, stk. 2, skal henregnes til A-indkomst,
- c) udøver et erhverv med fast driftssted her i landet eller deltager i en erhvervsvirksomhed med fast driftssted her eller på anden måde er berettiget til andel i overskuddet af en sådan virksomhed,
- d) ejer fast ejendom her i landet eller nyder indtægter af samme eller af her i landet oprettet familiefideikommis (jfr. lov nr. 139 af 1. maj 1954 § 2, stk. 1), herunder kapital båndlagt i overensstemmelse med reglerne i § 4 i lov nr. 563 af 4. oktober 1919 eller i § 6 i lov nr. 139 af 1. maj 1954,
- e) oppebærer udbytteindtægter, i hvilke der i henhold til § 65 skal foretages indeholdelse af udbytteskat.

Sik. 2. Indkomstskattepligten i medfør af stk. 1, a)-d), omfatter alene de dér nævnte indtægter, ligesom udgifter kun kan fratrækkes i det omfang, de vedrører disse indtægter. Indkomstskattepligten i medfør af stk. 1, e), er endeligt opfyldt ved den i henhold til § 65 foretagne indeholdelse af udbytteskat. Formueskattepligten omfatter alene formue, hvorfra de under c) og d) nævnte indtægter hidrører, ligesom gæld og andre byrder kun kan fratrækkes i det omfang, de hviler på denne formue.

Bilag c.7.

Lov om indkomstbeskatning; af aktieselskaber m. v.

Afsnit I.

Skattepligten.

§ 1. Skattepligt i henhold til denne lov påhviler her i landet hjemmehørende:

- 1) indregistrerede aktieselskaber,
- 2) andre selskaber, i hvilke ingen af deltagerne hæfter personligt for selskabets forpligtelser, og som fordeler overskuddet i forhold til deltagernes i selskabet indskudte kapital,
- 3) brugsforeninger, hvorved efter denne lov forstås sådanne sammenslutninger, som har til formål at indkøbe, fremskaffe eller fremstille varer eller at levere tjenesteydelser helt eller delvis til medlemmernes private forbrug, og som — bortset fra normal forrentning af en indbetalt medlemskapital — anvender den stedfundne omsætning med medlemmerne som grundlag for udlodning af overskud til disse,
- 3 a) indkøbsforeninger, hvorved efter denne lov forstås sådanne sammenslutninger, som har til formål at indkøbe, fremskaffe eller fremstille varer eller at levere tjenesteydelser, som medlemmerne udelukkende benytter til udøvelse af deres bedrift, når sammenslutningen — bortset fra normal forrentning af en indbetalt medlemskapital — anvender den stedfundne omsætning med medlemmerne som grundlag for udlodning af overskud til disse,
- 4) produktions- og salgsforeninger, hvorved efter denne lov forstås sådanne sammenslutninger, som har til formål at bearbejde, forædle eller sælge medlemmernes produkter, og som — bortset fra normal for-

rentning af en indbetalt medlemskapital — foretager deres overskudsfordeling på grundlag af de af medlemmerne til foreningen leverede produkter,

5) gensidige forsikringsforeninger, som også overtager forsikringer uden forpligtelse til deltagelse i det gensidige ansvar,

6) andre foreninger, korporationer, stiftelser, legater og selvejende institutioner, jfr. dog § 3, for så vidt angår indtægt ved erhvervmæssig virksomhed.

Stk. 2. Skattepligten i henhold til stk. 1, nr. 3, påhviler også hovedforeninger, hvoraf brugsforeninger og indkøbsforeninger er medlemmer, såfremt de pågældende hovedforeninger har til formål at indkøbe, fremskaffe eller fremstille varer eller at levere tjenesteydelser til brug for medlemmerne og — bortset fra normal forrentning af en indbetalt medlemskapital — anvender den stedfundne omsætning med medlemmerne som grundlag for udlodning af overskud til disse. En hovedforenings indkomst skal dog opgøres og beskattes efter de for indkøbsforeninger fastsatte regler, såfremt foreningen kun indkøber, fremskaffer eller fremstiller varer eller leverer tjenesteydelser, som medlemsforeningernes andelshavere udelukkende anvender i deres bedrift.

Stk. 3. Som indtægt ved erhvervmæssig virksomhed for de i stk. 1, nr. 6, jfr. § 3, stk. 1, nr. 6, omhandlede foreninger m. v. betragtes indtægt ved næringsvirksomhed eller anden forretningsvirksomhed, herunder indtægt ved drift, udlejning eller bortforpagtning af fast ejendom. I tilfælde, hvor der er tillagt en forening m. v. en ret til andel i

overskuddet af en erhvervsvirksomhed, som ikke drives af den pågældende forening selv, betragtes den heraf flydende indtægt ligeledes som erhvervsmæssig indtægt for foreningen m. v.; dette gælder dog ikke for hjælpe- og understøttelsesfunds for de i en virksomhed ansatte eller tidligere ansatte funktionærer og arbejdere eller deres pårørende.

Stk. 4. Overskud, som de i stk. 1, nr. 6, nævnte foreninger m. v. indvinder ved leverancer til medlemmer, betragtes ikke som indvundet ved erhvervsmæssig virksomhed.

Stk. 5. Ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst hidrørende fra dyrskuer, planteavlsudstillinger og andre landbrugsfaglige udstillinger, der afholdes af landboforeninger og/eller husmandsforeninger eller sammenslutninger af sådanne, samt fra fjerkræ- eller bja vissskuer, der afholdes af fjerkræ- eller biavlforeninger, og som omfatter hele landet eller større dele af samme, medregnes ikke entreindtægter o. lign. eller indtægter ved udlejning af udstillingsplads til de af de pågældende foreningers medlemmer udstillede dyr m. v.

§ 15. Skattepligt i henhold til denne lov påhviler endvidere selskaber og foreninger m. v. som nævnt i § 1, stk. 1 og 2, der har hjemsted i udlandet, for så vidt de

- a) udøver et erhverv med fast driftssted her i landet eller deltager i en erhvervsvirksomhed med fast driftssted her eller på anden måde er berettiget til andel i overskuddet af en sådan virksomhed,
- b) i egenskab af ejer, medejer, brugs- eller indtægtsnyder oppebærer indtægt af en her i landet beliggende fast ejendom,
- c) oppebærer udbytteindtægter, i hvilke der i henhold til kildeskattelovens § 65 skal foretages indeholdelse af udbytte-skat.

Stk. 2. Skattepligten i medfør af stk. 1, litra a) og b), omfatter alene indtægter fra de dér nævnte indkomstkilder. Skattepligten i medfør af stk. 1, litra c), er endeligt opfyldt ved den foretagne indeholdelse af udbytteskat.

Stk. 3. De herværende befuldmægtigede for de i stk. 1 nævnte begrænset skattepligtige selskaber og foreninger m. v. er medansvarlige for skattens erlæggelse.

Stk. 4. Bestemmelserne i stk. 1-3 finder tilsvarende anvendelse på selskaber og foreninger m. v., der har hjemsted i Grønland eller på Færøerne.

§ 3. Undtaget fra skattepligten er:

- 1) Staten og dens institutioner.
- 2) Kommunerne og kommunale virksomheder og institutioner.
- 3) Anerkendte trossamfund og kirkelige institutioner, oprettet i tilslutning til disse eller til folkekirken.
- 4) Havne, herunder lufthavne, der er åbne for offentlig trafik, samt elektricitets-, gas-, vand- og fjernvarmewærker, når adgangen til leverance fra værket står åben for alle inden for det område, hvori værket arbejder, alt for så vidt havnens eller værkets indtægter — bortset fra normal forrentning af en eventuel indskudskapital — ifølge vedtægtsmæssig bestemmelse udelukkende kan anvendes til havnens eller værkets formål. Foretagender, der fordeler elektricitet til forbrugere, sidestilles med elektricitetsværker, selv om de ikke fremstiller elektricitet.
- 5) Skoler, hospitaler, sygehuse, statsanerkendte rekonvalescent- og børnehjem, biblioteker under offentligt tilsyn og offentligt tilgængelige museer, alt for så vidt de er selvejende institutioner, og indtægterne udelukkende kan anvendes til den pågældende institutions formål.
- 6) Kreditforeninger, kredittasser, hypotekforeninger, Byggeriets Realkreditfond, Provisbankernes Reallånefond, Landsbankernes Reallånefond, Dansk Landbrugs Realkreditfond, Danmarks Skibskreditfond samt spare- og lånekasser. Fritagelsen gælder dog kun for indtægt ved de pågældende foreningers og institutioners almindelige statutmæssige virksomhed, men ikke for indtægt ved drift, udlejning eller bortforpagtning af fast ejendom eller ved anden erhvervsmæssig virksomhed.
- 7) Boligselskabernes Garantifond, Landsbyggefonden for det almennyttige Byggeri samt boligselskaber, hvis vedtægter er godkendt af boligministeriet, for så vidt indtægterne — bortset fra normal forrentning af en eventuel indskudskapital — ifølge vedtægtsmæssig bestemmelse udelukkende kan an-

vendes til fremme af almennyttigt boligbyggeri eller lignende af boligministeriet godkendte formål.

8) Danmarks nationalbank.

9) Finansieringsinstitutter, der opfylder betingelserne for ydelse af statsgaranti i henhold til lov om garantier til finansieringsinstitutter inden for detailhandelen eller er omfattet af lov om visse finansieringsinstitutter, for så vidt finansministeren i hvert enkelt tilfælde træffer bestemmelse herom. Fritagelsen gælder i så fald kun for indtægt ved de pågældende finansieringsinstitutters og selskabers almindelige vedtægtsmæssige virksomhed, men ikke for indtægt ved drift, udlejning eller bortforpagtning af fast ejendom eller ved anden virksomhed.

10) Arbejdsmarkedets Tillægspension.

11) Pensionskasser, der er undergivet tilsyn efter loven om tilsyn med pensionskasser. Andre pensionskasser er undtaget fra skattepligten, for så vidt finansministeren i hvert enkelt tilfælde træffer bestemmelse herom.

12) De foreninger, der er afgiftsfri i henhold til lov nr. 246 af 9. maj 1917 om landboforeningers og husmandsforeningers auktioner m. m., jfr. lov nr. 80 af 4. marts 1949. Fritagelsen gælder dog kun for indtægt ved de pågældende foreningers almindelige vedtægtsmæssige virksomhed, men ikke for indtægt ved drift, udlejning eller bortforpagtning af fast ejendom eller ved anden virksomhed.

13) De i lov om sanering nævnte saneringsselskaber, hvis vedtægter er godkendt af boligministeren, såfremt det i vedtægterne er bestemt, at indtægterne — bortset fra normal forrentning af en eventuel indskudskapital — udelukkende kan anvendes til saneringsformål.

Stk. 2. Skattepligten for de i § 1, stk. 1, nr. 6, omhandlede foreninger m. v. kan, når foreningens vedtægtsmæssige formål er almenvelgørende eller på anden måde almennyttigt, efter finansministerens bestemmelse bortfalde i det omfang, indkomsten ved erhvervsmæssig virksomhed anvendes til de nævnte formål. I tilfælde, hvor der foruden indkomst ved erhvervsmæssig virksomhed foreligger anden indkomst, anses den ikke-

erhvervsmæssige indkomst for i sin helhed at være medgået til de almen velgørende eller på anden måde almennyttige formål, forinden nogen del af den erhvervsmæssige indkomst anses for medgået hertil.

Stk. 3. Ved anvendelsen af fritagelsesbestemmelsen i stk. 2 betragtes beløb, som en forening m. v. med almenvelgørende eller på anden måde almennyttigt formål henlægger til sikring af disse formål eller til senere anvendelse hertil, som medgået til formålet i henlæggelsesåret. Det er en betingelse herfor, at de henlagte beløb efter finansministerens skøn er effektivt udskilt fra erhvervsvirksomheden og anbragt uden for denne, samt at ledelsen er forpligtet til ikke at stille beløbene til disposition for erhvervsvirksomheden. Anvendes beløbene til andet end de almenvelgørende (almennyttige) formål, skal beløbene med et tillæg på 25 pct. medregnes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst for det indkomstår, hvori de anvendes. Har foreningens øvrige indkomst været negativ, beskattes beløbene med tillæg med den for det pågældende skatteår gældende skatteprocent.

Stk. 4. Når omstændighederne taler derfor, kan finansministeren helt eller delvis eftergive skat, der er pålignet de i § 1, stk. 1, nr. 6, omhandlede foreninger m. v. Dette gælder, uanset om de pågældende foreninger m. v. efter deres vedtægter har almenvelgørende eller på anden måde almennyttige formål.

Stk. 5. De i stk. 2-4 givne regler finder tilige anvendelse på de i § 1, stk. 1, nr. 1 og 2, nævnte aktieselskaber og andre selskaber, når den altovervejende del af aktie- eller andelskapitalen ejes af en forening m. v. med almenvelgørende eller på anden måde almennyttigt formål. Indkomst, der i et indkomstår er indtjent af aktieselskabet m. v., skal herved betragtes som indtjent i samme indkomstår af den forening m. v., der ejer aktie- eller andelskapitalen, og skatter, der er pålignet aktie- eller andelselskabet, skal betragtes som pålignet den forening m. v., som ejer aktie- eller andelskapitalen.

Stk. 6. Reglerne i stk. 1 om undtagelse fra skattepligten finder ikke anvendelse på skattepligt efter § 2, stk. 1, litra c).

Bilag c, 8.

Cirkulære nr. 274 af 22/12 1961
om indkomstbeskatning af aktieselskaber m. v.

I. De skattepligtige selskaber i. v.

Loven indeholder regler om beskatning af alle andre skattepligtige end personer og dødsboer.

Reglerne om skattepligt for her i landet hjemmehørende selskaber og foreninger m. v. indeholdes i § 1, jfr. § 3. De tilsvarende regler om udenlandske selskaber og foreninger m. v. findes i § 2.

A. Her i landet hjemmehørende selskaber og foreninger.

1) *Indregistrerede aktieselskaber* er skattepligtige i henhold til bestemmelsen i § 1, stk. 1, nr. 1. Afgørende for skattepligten er som hidtil, om det pågældende selskab er optaget i **aktieselskabsregisteret**.

2) *Andre lignende selskaber* er skattepligtige efter bestemmelsen i § 1, stk. 1, nr. 2. Skattepligten i henhold til denne bestemmelse er betinget af, at ingen af deltagerne hæfter personligt for selskabets forpligtelser samt af, at eventuelt overskud fordeles i forhold til deltagernes kapitalindskud i selskabet. Disse selskaber er således organiseret på **lignende** måde som aktieselskaber; de vil som regel **være** optaget i aktieselskabsregisteret, og de beskattes i det hele på samme måde som aktieselskaber.

Nogle selskaber med begrænset ansvar fordele det årlige overskud efter omsætningen, men eventuelt likvidationsoverakud efter kapitalindskuddets størrelse. Sådanne selskaber er hidtil blevet beskattet som aktieselskaber, og de nye bestemmelser medfører ingen ændringer heri.

Efter de hidtil gældende regler er kommanditselskaber og partrederier m. v. blevet beskattet som aktieselskaber. Det vil ikke være tilfældet efter den nye lov. I kommanditselskaber hæfter mindst en af deltagerne (komplementaren) personligt for selskabets forpligtelser, og i partrederier hæfter alle deltagerne personligt (men ganske vist kun pro rata) for selskabets forpligtelser, og de pågældende selskaber omfattes derfor ikke af definitionen i lovens § 1, stk. 1, nr. 2. Fra og med skatteåret 1962-63 skal kommanditselskaber og partrederier herefter ikke beskattes selvstændigt. I stedet skal deltagerne i sådanne selskaber beskattes af deres anpart i selskabets overskud, hvad enten dette udloddes eller ej, d. v. s. på samme måde som deltagerne i et interessentskab. Problemerne i forbindelse med overgangen fra selskabsbeskatning til personbeskatning er omtalt i afsnit V.

3) *Brugsforeninger* er skattepligtige i henhold til bestemmelsen i § 1, stk. 1, nr. 3.

Brugsforeninger er i bestemmelsen defineret på samme måde som i de årlige udskrivningslove. Dog er det udtrykkelig fastslået, at også foreninger, der har til formål at levere medlemmerne tjenesteydelser, kan betragtes som brugsforeninger. Også på et andet punkt er der foretaget en ændring i formuleringen. De hidtil gældende bestemmelser kunne forstås således, at det med hensyn til x>erskudsfordelingen er en betingelse for skattepligten, at fordelingen af den del af overskuddet, der overstiger normal forrentning af indskudskapitalen, sker på grundlag af det enkelte års omsætning. Den nu gennemførte formulering giver klart udtryk for, at det afgørende alene er, om fordelingen sker på grundlag af omsætningen; om man herved lægger fordelingen i det enkelte regnskabsår til grund eller foretager fordelingen på grundlag af omsætningen i flere regnskabsår er ligegyldigt.

Definitionen på brugsforeninger omfatter også de såkaldte indkøbsforeninger, d. v. s. foreninger, der udelukkende foretager indkøb af råstoffer, som medlemmerne benytter i deres bedrift. Det bemærkes i denne forbindelse, at maskiner og lignende driftsmidler ikke falder ind under begrebet råstoffer. For indkøbsforeninger gælder særlige skatteberegningsregler, jfr. nærmere afsnit IV, 2.

4) *Produktions- og salgsforeninger* er skattepligtige i henhold til bestemmelsen i § 1, stk. 1, nr. 4. Produktions- og salgsforeninger er — ligesom brugsforeninger — defineret på samme måde som i de årlige udskrivningslove. Den nu gennemførte formulering giver dog klart udtryk for, at skattepligten afhænger af, om fordelingen af den del af overskuddet, der overstiger normal forrentning af indskudskapitalen, sker på grundlag af medlemmernes leverancer; om man herved lægger forholdene i det enkelte regnskabsår til grund eller foretager fordelingen på grundlag af leverancerne i flere regnskabsår er ligegyldigt.

5) *Gensidige forsikringsforeninger* er skattepligtige i henhold til bestemmelsen i § 1, stk. 1, nr. 5. Skattepligt indtræder dog kun for foreninger, som overtager forsikringer uden forpligtelse for forsikringstagerne til at deltage i det gensidige ansvar. De fore-

ninger, der hidtil har været skattepligtige alene til kommunen, fordi de — uden at være oprettet i henhold til lov eller forordning og underkastet ministerielt tilsyn — har opsamlet formue (reserver) udover 200.000 kr., vil fra og med skatteåret 1962-63 ikke være skattepligtige. Såfremt gensidige forsikringsforeninger, der ikke er skattepligtige efter bestemmelsen i § 1, stk. 1, nr. 5, har indtægt ved erhvervsmæssig virksomhed — i. eks. indtægt af fast ejendom — vil de dog være skattepligtige af indtægten ved denne virksomhed efter bestemmelsen i § 1, stk. 1, nr. 6.

6) *Foreninger, korporationer, stiftelser, leger og selvejende institutioner*, der ikke omfattes af bestemmelse i § 1, stk. 1, nr. 1-5, er skattepligtige i henhold til bestemmelsen i § 1, stk. 1, nr. 6. Skattepligten er dog betinget af, at de pågældende foreninger m. v. har indtægt ved erhvervsmæssig virksomhed, og de pågældende foreninger m. v. skal kun svare skat af indtægt ved sådan virksomhed.

Som indtægt ved erhvervsmæssig virksomhed betragtes ifølge loven indtægt ved næringsvirksomhed eller anden forretningsvirksomhed, herunder indtægt ved drift, udlejning eller bortforpagtning af fast ejendom. Det er i det store og hele i overensstemmelse med de hidtil gældende regler i statsskattelovens § 2, nr. 5 g. Aktieudbytte er således som hidtil skattefrit. Det samme gælder renter af obligationer, pantebreve og gældsbreve. Renter af indskud i banker og sparekasser eller andre pengeinstitutter medregnes ved opgørelsen af det skattepligtige overskud, for så vidt der er tale om renter af driftskapital, ligesom tilsvarende renteudgifter kan bringes til fradrag. Entreindtægter og lignende indtægter betragtes som erhvervsmæssige indtægter. I lovens § 1, stk. 4, er der gjort undtagelse herfra for så vidt angår visse landbrugsfaglige udstillinger. Ifølge bestemmelsen skal der ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst fra sådanne udstillinger ikke medregnes entreindtægter og lignende eller indtægter ved udlejning af udstillingsplade til de af de pågældende foreningers medlemmer udstillede dyr m. v.

Som typiske ikke-erhvervsmæssige indtægter kan i øvrigt nævnes stats- og kom-

munale tilskud, gavebeløb og foreningskontingenter.

I øvrigt omfatter skattepligten som nævnt stort set de samme foreninger m. v., som hidtil har været skattepligtige i medfør af bestemmelsen i statsskattelovens § 2, ar. 5 g. Visse foreninger, der er organiseret på lignende måde som brugsforeninger og produktions- og salgsforeninger, men ikke foretager fordeling af overskud på grundlag af omsætningen i det enkelte regnskabsår, har hidtil været beskattet i henhold til statsskattelovens § 2, nr. 5 g. Som omtalt foran under punkt 3) og 4) er det udtrykkeligt fastslået, at sådanne foreninger skal beskattes som kooperative virksomheder, hvis de foretager deres overukudsfordeling på grundlag af omsætningen med medlemmer, hvad enten de lægger omsætningen i et enkelt regnskabsår til grund eller benytter flere års omsætning »om fordelingsgrundlag.

I en anden henseende betyder de nye regler, at et større antal foreninger end hidtil vil blive beskattet som erhvervsdrivende. Dette skyldes reglen i § 1, stk. 2, hvorefter **skattepligt** indtræder også i de tilfælde, hvor der er tillagt en forening ret til andel i overskuddet fra en erhvervsvirksomhed, som ikke drives af den pågældende forening. Herom henvises til afsnit IV, 3.

Der gælder en række *undtagelser fra skattepligten* i henhold til § 1. Bestemmelserne herom findes i § 3.

Ubetinget fritaget for skattepligten er:

- a) staten og dens institutioner,
- b) kommunerne og kommunale virksomheder og institutioner,
- c) anerkendte trossamfund og kirkelige institutioner, oprettet i tilslutning til disse eller til folkekirken og
- d) Danmarks nationalbank.

De anerkendte trossamfund er for tiden, jfr. „Meddelelser fra statens ligningsdirektorat og ligningsrådet“ for januar 1962 følgende:

Den romersk-katolske kirke, Det metodistiske trossamfund, Det danske baptist-

samfund, Mosaik trossamfund, Menigheden ved den svenske **Gustavskirke** i København, Den norske menighed ved kong Haakon kirken i København, Den ortodokse russiske kirkes menighed i København, Den fransk-reformerte menighed i København, Den tysk-reformert« menighed i København, Den reformerte menighed i Fredericia og Den til St. AJ ban's English Church i København hørende menighed.

Nogle institutioner og foretagender er fritaget for beskatning, såfremt de opfylder visse krav med hensyn til vedtægternes formulering. Dette gælder:

- a) Havne, herunder lufthavne, der er åbne for offentlig trafik.
- b) Elektricitets-, gas- og vandværker, når adgangen til leverance fra værket står åben for alle indenfor det område, hvori værket arbejder. Foretagender, der fordeler elektricitet til forbrugerne sidestilles med elektricitetsværker, selv om de ikke fremstiller elektricitet.
- c) Skoler, hospitaler, sygehuse, statsanerkendte rekonvalescent- og børnehjem, biblioteker under offentligt tilsyn og offentligt tilgængelige museer.
- d) Boligselskaber, hvis vedtægter er godkendt af boligministeriet.

De under a) og b) nævnte havne, værker m. v. er kun fritaget for beskatning, såfremt den del af indtægterne, der ikke medgår til normal forrentning af en eventuel indskudskapital, i henhold til vedtægterne udelukkende kan anvendes til det pågældende foretagendes formål. Fritagelsen gælder uanset foretagendets organisationsform. I **likvidationss** tilfælde må der ikke være tillagt **eventuelle** andelshavere el. lign. ret til at få udloddet mere end deres kapitalindskud.

De under c) nævnte skoler m. fl. er kun fritaget, såfremt de er selvejende institutioner, og indtægterne udelukkende kan anvendes til institutionens formål.

De under d) nævnte boligselskaber er kun fritaget, såfremt den del af indtægten, der ikke medgår til normal forrentning af en eventuel indskudskapital, i henhold til vedtægterne udelukkende kan anvendes *tu* fremme af socialt boligbyggeri eller lignende af boligministeriet godkendt formål.

Andre institutioner er fritaget for beskatning af indtægt ved deres almindelige statutmæssige virksomhed, men ikke af indtægt ved drift, udlejning eller bortforpagtning af fast ejendom eller ved anden erhvervmæssig virksomhed. Der er her tale om følgende institutioner:

Kreditforeninger, kredittkasser, hypotekforeninger, Byggeriets Realkreditfond, Provinsbankernes Reallånefond, Landsbankernes Reallånefond, Dansk Landbrugs Realkreditfond, Danmarks Skibskreditfond samt spare- og lånekasser.

De i lov nr. 332 af 5. december 1958 om visse finansieringsinstitutter omhandlede aktieselskaber kan opnå fritagelse for beskatning af indtægt ved almindelig vedtægtsmæssig virksomhed, men ikke af indtægt ved drift, udlejning eller bortforpagtning af fast ejendom eller ved anden erhvervsvirksomhed. Fritagelse meddeles efter ansøgning til skattedepartementet.

I øvrigt er der ved bestemmelse i § 3, stk. 2 og 3, tillagt finansministeren bemyndigelse til at lempe beskatningen for foreninger m. v. af den i § 1, stk. 1, nr. 6, nævnte art, når deres indtægter helt eller delvis anvendes til almenvelgørende eller på anden måde almennyttige formål. I henhold til bestemmelsen i § 3, stk. 5, kan også aktieselskaber og lignende selskaber få skattelempelse efter disse regler, såfremt den altovervejende del af aktie- eller andelskapitalen ejes af en forening m. v. med almenvelgørende eller på anden måde almennyttigt formål. Skattelempelse i henhold til § 3, stk. 2 og 3, jfr. stk. 5, indrømmes efter ansøgning til skattedepartementet. Man henleder i denne forbindelse opmærksomheden på, at „stående skattefritagelse indtil videre“, som i henhold til den hidtil gældende lovgivning måtte være meddelt visse foreninger m. v., må anses for bortfaldet. Disse foreninger m. v. vil derfor være at medtage ved skatteligningen fra og med skatteåret 1962-63.

Endelig bemærkes, at finansministeren i henhold til bestemmelsen i § 3, stk. 4, efter ansøgning kan lempe beskatningen for foreninger m. v. af den i § 1, stk. 1, nr. 6, omhandlede art, selv om de pågældende foreninger m. v. ikke efter deres vedtægter har almenvelgørende eller på anden måde almennyttigt formål. Ansøgninger herom skal indsendes til skattedepartementet. Hvis den altovervejende del af aktiekapitalen i et aktieselskab ejes af en forening m. v. med almenvelgørende eller på anden måde almennyttigt formål, er der tillagt finansministeren en tilsvarende adgang til at lempe aktieselskabets skat, jfr. § 3, stk. 5.

B. Udenlandske selskaber og foreninger.

Selskaber og foreninger, der har hjemsted i udlandet, er ifølge § 2 skattepligtige her i landet, såfremt de her har indtægter af den i bestemmelsen nævnte art.

Betingelse for, at udenlandske selskaber og foreninger er skattepligtige her i landet, er stort set de samme som efter de hidtil gældende regler. Skattepligt indtræder således, hvis selskabet udøver et erhverv med fast driftssted her i landet eller deltager i en sådan erhvervsvirksomhed, eller i egenskab af ejer, medejer, brugs- eller **indtægtsyder** har indtægt af en fast ejendom, der er beliggende her i landet. I forhold til de hidtidige regler er skattepligten *udvidet* således, at udenlandske selskaber eller foreninger også bliver skattepligtige, hvis de er berettiget til en andel i overskuddet af en erhvervsvirksomhed med fast driftssted her i landet, selv om denne ikke drives af vedkommende selskab eller forening. Et udenlandsk selskab bliver således skattepligtigt her i landet, såfremt det har ydet en herværende erhvervsvirksomhed et lån og som vederlag herfor har betinget sig en andel i den pågældende virksomheds nettoovenikud.

Bilag d

Boligmarked og finansieringsform

1. I kapitel 3 er der givet en gennemgang af de vigtigste af de generelle overvejelser, som en låntager i almindelighed må tænkes at gøre sig ved valg af finansieringsform i et dobbeltmarked med traditionelle papirer og indekspapirer. Dette bilag giver en redegørelse for valg af finansieringsform, specielt ved finansiering af boligbyggeri.

Begrundelsen for denne specielle udredning er dels boligfinansieringens betydning for kreditmarkedernes udvikling, dels at forskellen i finansieringsformer især kommer til udtryk ved den langfristede låntagning, ligesom finansieringsformens sammenhæng med boligpolitikens udformning også har været afgørende .

Valget af finansieringsform gennemgås særskilt for ejerbolig og lejerbolig, bl.a. som følge af den forskellige måde, hvorpå kapitaludgifterne påvirkes af skatteforhold og subsidieringsform.

A. Ejerbolig og finansieringsform.

2. Erhvervelse af ejerbolig er sædvanligvis en forbrugers største købsdisposition. Da prioritetsudgifterne typisk udgør hovedparten af huslejeudgifterne, vil valget af finansieringsform være særlig betydningsfuldt for forbrugeren.

I punkt 3-9 forudsættes, at den effektive realrente, korrigeret for skat, er den samme ved de to låneformer. Denne forudsætning ophæves i punkt 10. Den effektive realrente korrigeret for skat benævnes i det følgende den effektive disponible realrente.

1) Boligbyggeriet og finansieringsform er tidligere undersøgt i: Betænkning nr. 439. Vedrørende anvendelse af indekslån i boligbyggeriets finansiering. København 1966.

3. Hvis køberen af en ejerbolig regner med samme effektive disponible realrente på traditionelle obligationer og indeksobligationer med samme løbetid, er det nærliggende at slutte, at køberen vil være indifferent i valget mellem de to låneformer. Ved alene at lade den effektive disponible realrente være afgørende for låneformen ses imidlertid bort fra nogle vigtige forhold.

Prioritetsydelseernes tidsprofil og den usikkerhed, som bl.a. er forbundet med ikke forudsete skift i prisudviklingen, må også inddrages i overvejelserne.

Besiddelse af ejerbolig får via reglerne om lejeværdi af egen bolig og rentefradragsret m.v. en række skattemæssige konsekvenser. I det følgende ses derfor på boligudgifterne efter den skattereduktion, som besiddelse af ejerbolig medfører. Nettoboligudgiften sættes endvidere i relation til bruttoindkomsten. Nettoboligudgiftens procentvise andel af bruttoindkomsten benævnes boligandelen. Mens den effektive disponible realrente giver et samlet mål for låneomkostningerne over hele lånets løbetid, giver boligandelens forløb i låneperioden et indtryk af de likviditetsmæssige konsekvenser af huskøb ved at sætte nettoboligudgiften i relation til bruttoindkomsten²⁾. Begge forhold må tages i betragtning ved valg af finansieringsform.

Boligandele. Regneeksempel.

4. De nedenfor anførte boligandele gælder en låntager, som forventer, at priserne i gennemsnit stiger 7 pct. p.a. i låneperioden, og som regner med en marginal skatteprocent på 60. Hertil svarer en effektiv disponibel realrente af en 10 pct. 30-årig traditionel annuitetsobligation til kurs 60 på 1,1 pct. p.a.

- 1) Ved beregning af skattereduktionen er taget udgangspunkt i de regler, som er forudsat i boligforliget af juni 1974, jfr. pkt. 4. Skattereduktionen er positiv, så længe ejendomsskemaet viser underskud, typisk i de første år. Udviser ejendomsskemaet overskud, er skattereduktionen negativ.
- 2) Udgift og udbetaling er forudsat at falde sammen.
- 3) Principielt summen af indkomstbeskatningens marginalsattesats og aftrappingsatsen for evt. sociale indkomstafhængige tilskud.
- 4) Kreditforeningen Danmark, 43.serie, 30 års restløbetid. Pålydende rente: 10 pct. Køberkurs pr. 19.6.1974: 60. Effektiv rente: 17,5 pct. Effektiv disponibel rente: 8,1 pct.

Med en marginalskatteprocent på 60 bliver den effektive disponible realrente af en 30-årig indeksannuitetsobligation med en nominel indeksrente på $2\frac{1}{2}$ pct. p.a. ligeledes 1,1 pct. når kursen er $98\frac{1}{2}$.

I regneeksemplerne i punkt 5-9 er den effektive disponible realrente forudsat at være 1,1 pct. for begge finansieringsformer. Dette skal ikke tages som udtryk for, at arbejdsgruppen venter, at 1,1 pct. vil blive rentesatsen i en situation med et marked for såvel traditionelle som indeksregulerede obligationer, idet renteniveauet forventes at blive noget højere på længere sigt, jfr. kapitel 3 og pkt. 10 nedenfor.

Boligandelene er beregnet for hvert år i låneperioden, som er forudsat at være 30 år. Finansieringsformen er den eneste forskel i beregningsforudsætningerne, hvoraf de væsentligste er:

at bruttoindkomsten stiger 3 pct. mere end priserne pr. år, da der regnes med en produktivitetsstigning på 3 pct. pr. arbejdsår.

at de indeksregulerede rente- og afdragsbeløb i skattemæssig henseende behandles som rente og afdrag under det nuværende system.

at marginalskatteprocent, grundskyldspromiller og lejeværdiprocent er uændrede i låneperioden¹⁾, medens ejendomsværdi og standardfradrag forudsættes at øges i takt med forbrugerpriserne, dvs. 7 pct. p.a.

at boligudgifterne foruden prioritetsydelse kun omfatter ejendomsskatter.

at prioritetsydelse og ejendomsskatter ved traditionel finansiering udgør 50 pct. af bruttoindkomsten det første år²⁾.

Boligandelen bliver under disse forudsætninger i det første år 26,5 pct. ved traditionel finansiering. Sammenhængen mellem boligandelen det første år og de 50 pct. fremgår af nedenstående opstilling, hvor tallene er angivet i procent af bruttoindkomsten.

1) Henholdsvis 60, 35 og $2\frac{1}{2}$.

2) I det konkrete eksempel er kontantpris 350.000 kr., ejendomsværdi: 466.667 kr., heraf grundværdi 116.667 kr., lånenes hovedstol: $100 \times$ kontantpris/kurs. Bruttoboligudgiften, første år ved traditionel finansiering: 65.963 kr., bruttoindkomsten følgende: 131.926 kr. Af bruttoboligudgiften er 61.880 kr. prioritetsudgifter. Ved indeksfinansiering er prioritetsudgifterne det første år: 18.177 kr.

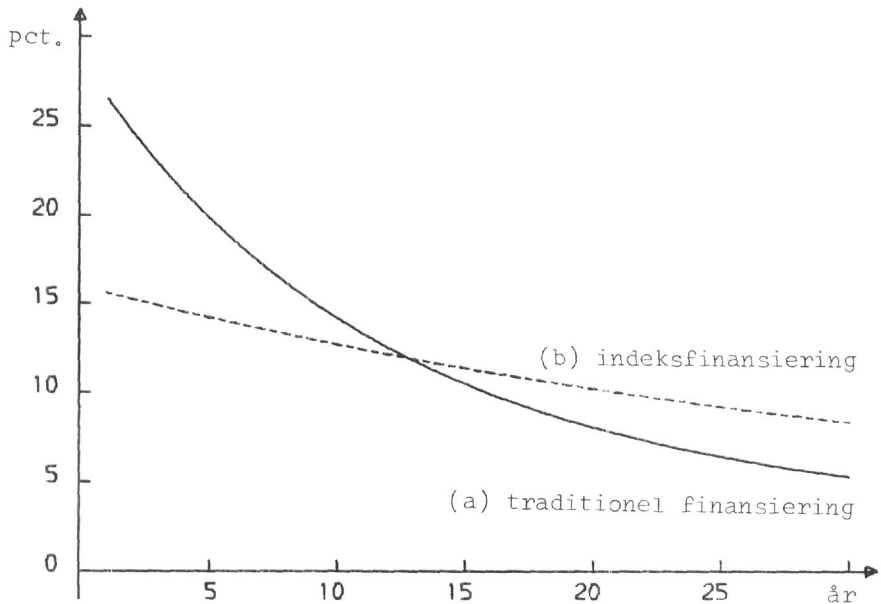
Prioritetsudgifter	46,9
Ejendomsskatter	3,1
Bruttoboligudgift	50,0
Renteudgift	44,2
Ejendomsskatter	3,1
Standardfradrag	1,5
÷ værdi af egen bolig	~9,7
Underskud på ejendomsskema ..	39,1
+Skattenedsættelse	-23,5
Boligandel (nettoboligudgift)	26,5

5. Finansieres traditionelt, vil boligandelen falde stærkt gennem låneperioden grundet på kombinationen af nominelt konstante annuitetsydelse og stigende indkomster. Faldet forstærkes naturligvis af, at indkomsterne forudsættes at stige mere end priserne. Boligandelens forløb er illustreret ved den fuldt optrukne kurve i diagram d.i.

Det stærke fald i boligandelene ved traditionel finansiering modsvares af, at boligandelen er relativt høj i begyndelsen, i det første år således de nævnte 26½ pct. Nettoboligudgiftens høje andel af indkomsten i den første tid afspejler den høje effektive rente - i eksemplet 17,5 pct. - som bl.a. må ses i sammenhæng med, at det nuværende traditionelle finansieringssystem henviser långiveren til at søge kompensation for inflationstabt gennem højere skattepligtige rentebeløb. I gennemsnit for låneperioden er boligandelen 12 pct., som i højere grad end de 26½ pct. giver et indtryk af omkostningerne ved et huskøb.

Boligandelens forløb i relation til gennemsnittet giver således et første indtryk af, at det nuværende finansieringssystem med en rente, der i hvert fald delvis afspejler inflationen, medfører, at boligandelen i de første år bliver uforholdsmæssig høj. Denne problematik er indgået som en af de væsentligste begrundelser for såvel den direkte som den indirekte subsidiering af boligforbruget, et forhold som skal uddybes i punkt 9•

DIAGRAM d.i. Nettoboligudgift i pct. af bruttoindkomst.
(ejerbolig).



(a) traditionel finansiering: 10 pct., 30-årigt annuitetslån, kurs 60.

(b) indeksfinansiering: $2\frac{1}{2}$ pct., 30-årigt annuitetslån, kurs $98\frac{1}{2}$.

Forudsætninger:

- (1) gennemsnitlig prisstigning: 7 pct. p.a.; gennemsnitlig indkomststigning: 10.2 pct. p.a.
- (2) marginal skatteprocent: 60.

6. Finansieres med indeksslån, vil prioritetsydelseerne blive reguleret i takt med prisudviklingen,, i eksemplet med 7 pct. om året. Hermed gengiver boligudgifternes andel af indkomsten en profil, der svarer til en udvikling med stabile priser.

Selv om finansieringen sker med indeksslån, vil boligandelen i eksemplet alligevel falde gennem låneperioden, da indkomsterne forudsættes at stige hurtigere end priserne på grund af produktivitetsstigningen. Men faldet er ikke nær så stærkt, som når der finansieres traditionelt. Til gengæld er boligandelen væsentligt mindre i den første tid, i det første år således 15½ mod 26\ pct. Gennemsnittet af boligandelen i låneperioden er derimod i begge tilfælde ca. 12 pct., hvilket afspejler beregningsforudsætningen om samme effektive disponible realrente. Boligandelens forløb ved indeksfinansiering er illustreret ved den stiplede kurve i diagram d.i.

Valg af finansieringsform.

7. Indeksfinansiering vil i eksemplet medføre en lavere boligandel i de første 12 år i sammenligning med traditionel finansiering; fra og med det 13. år er det omvendte tilfældet. Ved indeksfinansiering undgår låntager yderpunkterne: høj og lav boligandel . For en låntager, som på de forudsatte lånebetingelser har adgang til og indsigt nok til at foretage de nødvendige supplerende lånetransaktioner, repræsenterer boligandelens forløb ved traditionel finansiering intet problem. Ved supplerende lånetransaktioner kan låntageren foretage den ønskede udjævning af boligandelens forløb, hvilket bl.a. forudsætter, at man i begyndelsen af lånets løbetid kan lånefinansiere en del af sine boligudgifter. For en låntager, der ikke har denne mulighed, hvilket må antages at være tilfældet for den overvejende del af husholdningerne, er de høje boligandele de første år en betydelig ulempe. Selvom en husholdning i gennemsnit over tiden kan og vil anvende endog noget mere end 12 pct. af bruttoindkomsten til nettoboligudgifter, udelukkes husholdningen måske af manglende løbende likviditetsmuligheder fra at erhverve den ønskede ejerbolig²⁾.

1) Spredningen på boligandelen er med indeksfinansiering 2,19 pct., med traditionel finansiering 6,20 pct.

2) Låneformens betydning for opsparings-investeringsbalancen er beskrevet i kapitel 2.

I en situation med et marked for såvel traditionelle som indeksregulerede obligationer ville husholdningerne, som diagram d.1 viser, have mulighed for at opnå en mere stabilt forløbende boligandel alene ved valg af finansieringsform. Om husholdningen vil foretrække indeksfinansiering, må dog også ses i sammenhæng med afvejning af lånebetingelserne på de to markeder.

Ovenfor er forudsat, at indkomsten stiger relativt mere end priserne. En husholdning med en betydelig svagere indkomstudvikling end gennemsnittet opnår ikke nødvendigvis en mere ja?vnt forløbende boligandel ved indeksfinansiering. Ved at vælge traditionelle lån kan en husholdning tvinge sig til at præstere en større opsparing i de første låneår, end det ellers blev tilfældet, således at behovet for opsparing bliver mindre senere hen. En husholdning, som forventer en betydelig svagere indkomstudvikling end gennemsnittet inden for en kortere årrække (i hvert fald inden for låneperioden), måske endog et absolut fald evt. som følge af overgang til pension, vil heri kunne have en tilskyndelse til traditionel finansiering.

Ønsker en husholdning derimod en større forbrugsmulighed de første år mod at acceptere en mindre forbrugsmulighed i de senere år, vil heri ligge et ekstra incitament til indeksslåntagning. Husholdninger, der i er. nogenlunde lang årrække kan forvente en relativt stærkere indkomststigning end prisstigning, må antages at være potentielt interesseret i dette opsparingsforløb. Husstande med en kort tidshorisont, f.eks. pensionister, som ikke tillægger arvens størrelse nogen særlig betydning, og som ønsker at nedspare og samtidig bevare egen bolig, vil have et særligt incitament til indeksslåntagning. Den automatiske opskrivning af restgælden på indeksslån letter de praktiske muligheder for at nedspare samtidig med, at egen bolig bevares.

Låneformen er imidlertid blot en af de muligheder en husholdning har for at tvinge sig til et bestemt opsparingsforløb i låntagningsøjeblikket. Ønskes f.eks. opsparingen fremskyndet, er lån med kortere løbetid mere nærliggende.

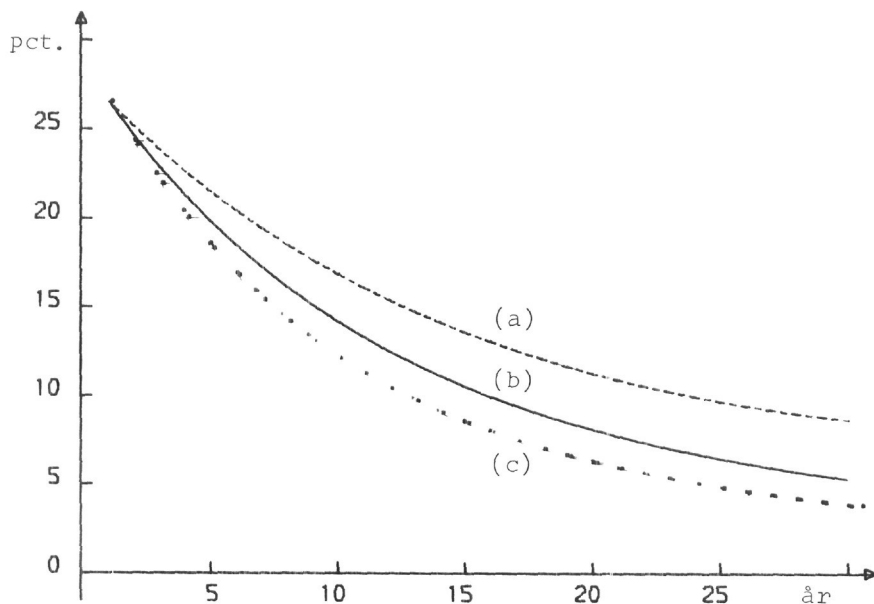
Uforudset prisudvikling

8. Ved begge finansieringsformer må låntager og långiver skønne over udviklingen i beskatningsregler og -satser i låneperioden for at kunne bestemme lånebetingelserne efter beskatning. Det er imidlertid karakteristisk for det nuværende finansieringssystem, at der desuden må skønnes over prisudviklingen i låneperioden, for at de reale lånebetingelser kan bestemmes. Slår prisforventningerne fejl, er det normalt først muligt at tilpasse renten på traditionelle lån ved låneperiodens ophør. Især i perioder med tendens til enten accelererende eller decelererende prisudvikling kan forventningerne til de reale lånebetingelser slå helt fejl ved traditionel finansiering. Virkningen af ikke forudsete skift i prisudviklingen ved de to låneformer belyses nedenfor. Sandsynligheden herfor må vurderes på baggrund af, at boligfinansiering typisk løber over en meget lang periode.

I diagram d.2 er, foruden boligandelen ved den forventede prisstigning på 7 pct., indtegnet boligandelen svarende til en ikke forudset faktisk prisstigningstakt på hhv. 4 pct. og 10 pct., og en hertil svarende ændret indkomstudvikling. I alle tre tilfælde finansieres traditionelt. De tre tilsvarende kurver over boligandelens forløb ved indeksfinansiering er ikke gengivet, da den maksimale forskel fra grundkurven i diagram d.1 kun er 1/4 procentpoint. I relation til diagram d.2 viser dette, at ikke forudsete skift i prisudviklingen kun påvirker de reale vilkår ved traditionel finansiering. Overstiger den faktiske prisstigning og indkomstudvikling den forventede, vil traditionel finansiering blive mere fordelagtig end forventet. Det omvendte er tilfældet, hvis den faktiske pris- og indkomststigning bliver mindre end den forventede. En låntager, der har aversion mod den usikkerhed, der er knyttet til skift i boligandelens forløb, vil følgelig have større tilbøjelighed til at vælge indeksfinansiering end en låntager, der er indifferent heroverfor.

Den usikkerhed, som skyldes en uforudset prisudvikling, er endvidere søgt belyst i tabel d.1, hvor der for alternative prisstigninger er anført dels boligandelens gennemsnit i låneperioden, dels det antal år, hvor boligandelen er mindre ved indeksfinansiering end ved traditionel finansiering i låneperioden på 30 år.

DIAGRAM d.2. Nettoboligudgift i pct. af bruttoindkomst ved traditionel finansiering og ved uforudsete skift i prisudviklingen.



Lånevilkårene er fastlagt ud fra en forventet prisstigning på 7 pct. p.a. med traditionelt 10 pct., 30-årigt annuitetslån, kurs 50, idet: den marginale skattepct. forudsættes at være 60. Kurverne svarer til forskellige faktiske prisudviklinger, som derefter indtræffer:

- (a) gennemsnitlig prisstigning: 4 pct. p.a.; gennemsnitlig indkomststigning: 7=1 pct. p.a.
- (b) gennemsnitlig prisstigning: 7 pct. p.a.; gennemsnitlig indkomststigning: 10.2 pct. p.a.
- (c) gennemsnitlig prisstigning: 10 pct. p.a.; gennemsnitlig indkomststigning: 13.3 pct. p.a.

Tabel d.i. Nettoboligudgift i pct. af bruttoindkomsten ved uforudsete skift i prisstigningstempoet

Gennemsnitlig prisstigning (pct. p.a.)	4	7	10
Gennemsnitlig indkomststigning (pct. p.a.)	7.1	10.2	13.3

Traditionel finansiering:

10 pct., 30-årige annuitetslån til kurs 60

Gennemsnitlig boligandel	15	12	10
--------------------------	----	----	----

Indeksfinansiering:

2½ pct., 30-årige annuitetslån til kurs 98i

Gennemsnitlig boligandel	11	12	12
--------------------------	----	----	----

Antal år, hvor boligandelen er mindre ved indeksfinansiering end ved traditionel finansiering

30	12	8
----	----	---

- 1) Alternative prisstigninger, som indtræffer efter at lånevilkår er fastlagt på basis af en forventning om en prisstigning på 7 pct. p.a. (fastholdt kurs på 60 for det traditionelle lån).

Der kan her være anledning til at fremhæve, at valg af finansieringsform næppe vil være et enten/eller. En låntager kan ved at finansiere med både indeksslån og traditionelle lån opnå den lånesammensætning, der svarer bedst til præferencerne. Fordele og ulemper ved de to låneformer kan låntager i så fald selv afveje, forudsat det fornødne informationsgrundlag er tilvejebragt.

Andrede prisforventninger.

9. Beregningen af boligandele i pkt. 5-7 byggede på en forventet prisstigning på 7 pct. p.a., og kurs 60. Er prisstigningsforventningerne generelt 4 pct. p.a. vil kursen blive 86, såfremt den effektive disponible realrente fortsat skal være 1.1 pct. p.a. Er prisforventningerne 10 pct. p.a., vil kursen på den traditionelle obligation ved fuld kompensation på tilsvarende måde blive 44\.

I modsætning til pkt. 8 ovenfor, hvor der var tale om konsekvenserne af en forskel mellem realiseret og forventet prisstigningstakt, betragtes nu en situation, hvor alternative prisstigningsforventninger reflekteres i kursdannelsen på traditionelle obligationer.

I diagram d.3 er, foruden boligandelen ved en prisstigning på 7 pct., indtegnet boligandele svarende til de alternative prisstigningstakter på 4 og 10 pct. I alle tre tilfælde finansieres traditionelt. Figuren giver et klart indtryk af, at nettoboligudgiftens andel af bruttoindkomsten bliver mere ulige fordelt over tiden, jo stærkere den forventede prisstigning er. Det første år er boligandelen således henholdsvis 20g, 26g og 33½ pct., når prisstigningen i lånenes løbetid hhv. forventes at blive 4, 7 og 10 pct. p.a. Da indkomsterne forventes at stige stort set i takt med priserne, vil den gennemsnitlige boligandel være stort set ens i de tre tilfælde - nemlig ca. 12.

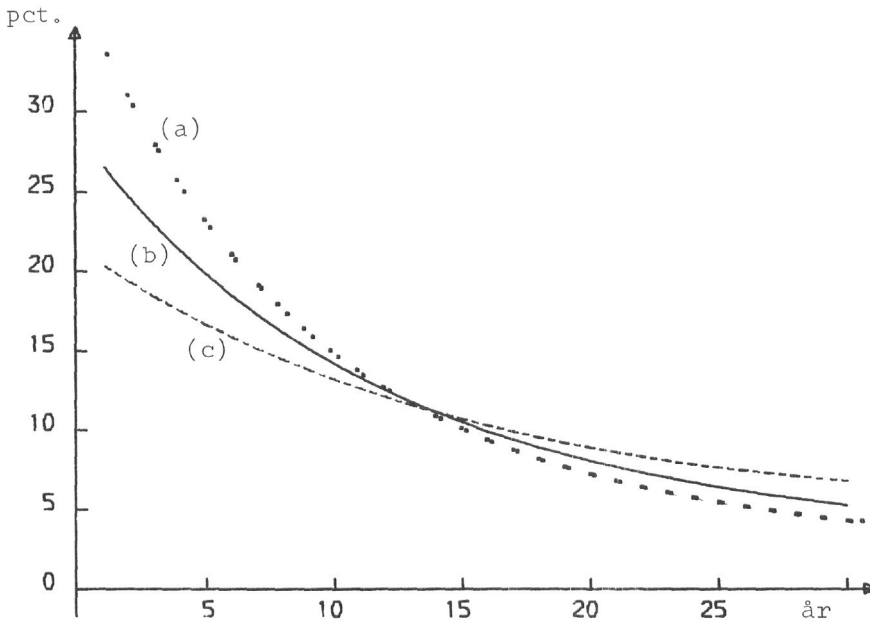
Boligandelens forløb ved indeksfinansiering er uafhængig af, om prisudviklingen er forudset eller uforudset, idet indeksrenten forudsættes at ligge fast. Som nævnt i pkt. 8 er den maksimale forskel mellem på den ene side boligandelen ved en prisstigning på enten 4 eller 10 pct. og på den anden side boligandelen ved en prisstigning på 7 pct. kun π procentpoint, og den gennemsnitlige boligandel vil også her under de givne forudsætninger være ca. 12. Indeksfinansiering vil således sikre, at pris- og indkomstudviklingens påvirkning af boligandelens forløb er helt minimal, hvad enten prisudviklingen er forudset eller ej.

Det bemærkes, at mens usikkerhedsmomentet er knyttet til, at den faktiske prisudvikling afviger fra den forventede, har problemstillingen i dette punkt været knyttet til prisforventningernes niveau.

Forskelle i effektiv disponibel realrente.

10. I pkt. 3-9 er det forudsat, at låntager regner med samme effektive disponible realrente på de to låneformer. Som følge af forskellig marginalbeskatning og spredningen i prisstigningsforventningerne vil den effektive disponible realrente imidlertid være forskellig fra låntager til låntager ved en given markedsrente.

DIAGRAM d.3. Nettoboligudgift i pct. af bruttoindkomst ved traditionel finansiering, ved forskellige prisforventninger, men samme effektive disponible realrente (1.1 pcto p.a.)o



Marginalskatteprocenten forudsættes at være 60; pris- og indkomststigninger er gennemsnitlige.

- (a) 10 pct., 30-årigt annuitetslån, kurs $44\frac{1}{2}$, prisstigning 10 pct. p.a., indkomststigning 13.3 pct. p.a.
- (b) 10 pct., 30-årigt annuitetslån, kurs 60, prisstigning 7 pcto p.a., indkomststigning 10.2 pct. p.a.
- (c) 10 pct., 30-årigt annuitetslån, kurs 36, prisstigning 4 pct. p.a., indkomststigning 7.1 pct. p.a.

Tabel d.2 Marginalbeskatning og effektiv disponibel realrente.

	Indekslån (2½ pct., 30-årigt annuitieslån, kurs 9f5)	Traditionelt lån (10 pct., 30-årigt annuitieslån, kurs 60)
Marginalskatteprocent:	Effektiv disponibel realrente.	Pct. p.a.
0	2.6	10.1
10	2.4	8.6
20	2.1	7.1
30	1.9	5.5
40	1.6	4.0
50	1.4	2.6
50	1.1	1.1
70	0.9	-0.3
80	0.6	-1.7
90	0.4	-3.1

Anm: Prisstigning 7 pct. p.a., beskatning 60 pct. af direkte rente.

Som det fremgår af tabel d.2 falder den effektive disponible realrente med stigende marginalbeskatning, en sammenhæng der både gælder for traditionelle lån og indeksslån. Tabellen illustrerer den generelle tendens til, at den effektive disponible realrente for låntagere med relativt høje (lave) marginalskattesatser vil blive mindre (større) på traditionelle lån end på indeksslån.

Forskellen skyldes, at hele det (direkte) rentebeløb på traditionelle lån er fradragsberettiget. Kompensationselementet i renten for traditionelle fordringers værdiforringelse under inflation er således også fradragsberettiget, hvilket ikke er tilfældet ved indeksslån.

Selv om den effektive disponible realrente f.eks. er lavere (højere) ved indeksfinansiering end ved traditionel finansiering, kan der imidlertid ikke heraf drages den konklusion, at låntager helt eller delvis vil indeksfinansiere (finansiere traditionelt). Valget af finansieringsform afhænger som ovenfor beskrevet af flere faktorer end den effektive disponible realrente.

Beskatningsforholdenes betydning for boligandelens forløb og dermed for valg af finansieringsform er illustreret i tabel d.3, hvor boligandelens størrelse - afhængig af finansieringsform og marginalskatteprocent - fremgår. Det ses, at forskellig marginalskatteprocent giver anledning til langt større forskel ved traditionel finansiering end ved indeksfinansiering.

Tabel d.3» Boligandelens afhængighed af marginalskatteprocent og finansieringsform.

Traditionel finansiering: (10 pct., 30-årigt annuitetslån, kurs 60)							Indeksfinansiering: (10 pct., 30-årigt annuitetslån, kurs 98.5)						
År	0	30	40	50	60	70	0	30	40	50	60	70	
1	50.0	38.3	34.4	30.5	26.5	22.6	16.9	16.3	16.0	15.8	15.6	15.4	
5	34.5	27.2	24.7	22.3	19.8	17.3	15.0	14.6	14.5	14.4	14.2	14.1	
10	21.9	18.0	16.7	15.4	14.1	12.8	12.9	12.8	12.8	12.8	12.7	12.7	
15	14.1	12.3	11.7	11.1	10.5	9.9	11.2	11.3	11.3	11.4	11.4	11.5	
20	9.2	8.6	8.4	8.2	8.0	7.8	9.6	9.9	10.1	10.2	10.3	10.4	
25	6.1	6.2	6.3	6.3	6.4	6.5	8.3	8.8	8.9	9.1	9.3	9.4	
30	4.1	4.7	4.9	5.1	5.3	5.5	7.2	7.8	8.0	8.2	8.4	8.6	
Gen- nem- snit	18	15	14	13	12	11	11	11	11	12	12	12	

Anm: Prisstigning 7 pct. p.a. Indkomststigning 10.2 pct. p.a. Når boligandelen stiger med stigende marginalskat ved indeksfinansiering hænger det især sammen med, at lejeværdien er 22 pct, mens indeksrenten kun er 2\ pct.

Betydningen for boligandelens forløb af f.eks. en højere effektiv disponibel realrente på indeksobligationer end på traditionelle obligationer er belyst med tabel d.4.

Tabel d.4. Ejerboliger. Boligandelens afhængighed af effektiv disponibel realrente

År	Traditionel finansiering: (10 pct., 30-årigt annu- tetslån, kurs 60)		Indeksfinansiering: (30-årigt annuitetslån) (2½pct.kurs 98½) (5pct.kurs 98½)	
	Effektiv disponibel realrente, pct.p.a:	1.1	1.1	2.1
1	26.5	15.6	16.3	
5	19.8	14.2	15.0	
10	14.1	12.7	13.6	
15	10.5	11.4	12.5	
20	8.0	10.3	11.6	
25	6.4	9.3	10.9	
30	5.3	8.4	10.4	
Gennemsnit	12	12	13	

- 1) Samme forudsætninger som for diagram d.1, således en prisstigning på 7 pct. p.a., en indkomststigning på 10.2 pct.p.a. og en marginalskatteprocent på 60.

Selv om den effektive disponible realrente stiger fra 1.1 til 2.1 pct., bliver boligandelens forløb ikke påvirket særlig meget. Forklaringen herpå er først og fremmest, at renteandelen i ydelsen i begyndelsen af låneperioden stiger med stigende pålydende rente, og at rentebeløbet er fradragsberettiget.

Er den pålydende indeksrente 2½ pct., svarende til en effektiv disponibel realrente på 1.1 pct., vil indeksfinansiering i sammenligning med traditionel finansiering, som beskrevet i pkt. 7» give en mindre boligandel i de første 12 år, mens dette kun er tilfældet i 10 år, når den pålydende indeksrente er 5 pct., svarende til en effektiv disponibel realrente på 2.1 pct.

B. Lejerboliger og finansieringsform

11. Udlejningsbyggeriets finansieringsform må ses fra både lejers og udlejers side. Blandt udlejerne er det endvidere hensigtsmæssigt at sondre mellem almennyttige boligselskaber og private udlejere.

Udlejningsbyggeriets finansieringsform vil som udgangspunkt blive fastlagt efter tilsvarende overvejelser som for ejerboliger. Gennemgangen i det følgende skal derfor koncentreres om de særlige vilkår for udlejningsbyggeriet. Finansieringsformens betydning for det almennyttige boligbyggeri er endvidere belyst i en redegørelse fra en arbejdsgruppe nedsat af boligministeren

Lejer og finansieringsform

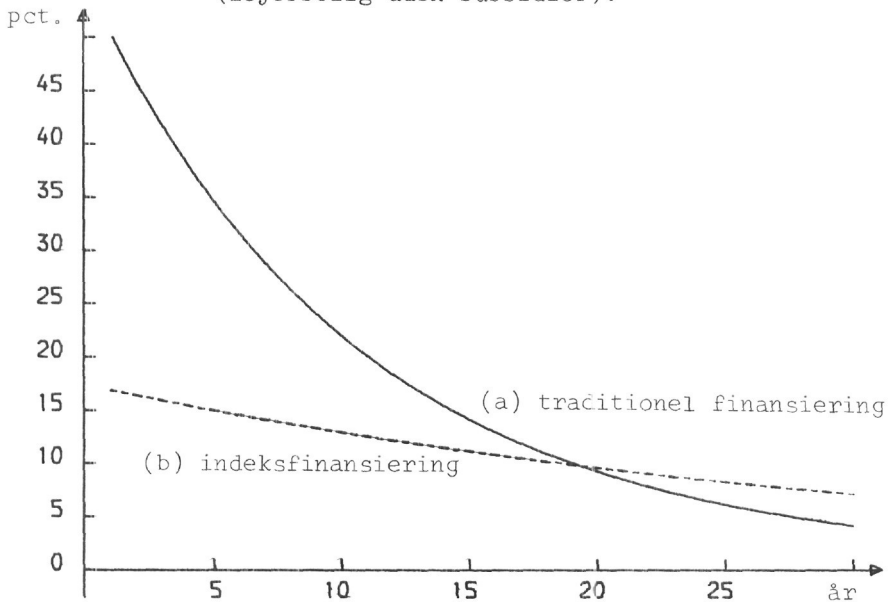
12. Svarer relationerne mellem huslejerne til boligernes indbyrdes kvalitet, vil finansieringsformen ikke være af direkte
2)

økonomisk interesse for lejer, men kun for udlejer . Nedenstående gennemgang af lejers interesse i udlejningsboligens finansieringsform forudsætter, at der ikke er tale om en markedsbestemt husleje, men at princippet om omkostningsbestemt leje anvendes og endvidere udstrækkes til evt. indeksfinansieret udlejningsbyggeri .

Da leje af en lejlighed ikke påvirker skatteansættelsen, kan lejerens interesse i finansieringsform - med nedenstående modifikationer - anskues som valget for en køber af en ejerbolig med en marginalskatteprocent på nul. Boligandelens forløb for en lejer er illustreret i diagram d.M. Det må fremhæves, at der i denne figur ikke er taget hensyn til de subsidier, der kan gives til lejere i form af boligsikring og rentesikringsordninger o.lign. for det almennyttige boligbyggeri.

- 1) Indeksregulerede lån til almennyttigt boligbyggeri, redegørelse afgivet af en arbejdsgruppe nedsat af boligministeren den 22. august 1973, København 1974.
- 2) Kombinationen af omkostningsbestemt leje, traditionel finansiering og inflation har indtil nu medført, at denne overensstemmelse har været udelukket.
- 3) Efter boligforliget af 11. juni 1974 skulle princippet gælde fra 1. april 1975 i de nu regulerede kommuner med over 20.000 indbyggere. Kommunalbestyrelsen i disse kommuner skal med almindeligt flertal kunne ophæve reguleringen. Tilsvarende skal kommunalbestyrelsen med almindeligt flertal kunne beslutte, at reguleringen skal omfatte deres kommune.

DIAGRAM d.4. Boligudgift i pct. af bruttoindkomst.
(lejerbolig uden subsidier).



- (a) traditionel finansiering: 10 pct., 30-årigt annuitetslån, kurs 60.
 (b) indeksfinansiering: $2\frac{1}{2}$ pct., 30-årigt annuitetslån, kurs $98\frac{1}{2}$.

Forudsætningerne er i øvrigt som i diagram d.1 med gennemsnitlig prisstigning på 7 pct. p.a. og gennemsnitlig indkomststigning på 10,2 pct. p.a., men der gøres ingen antagelser om skatteforholdene, idet lejeudgiften er uden betydning for indkomstopgørelsen.

Forudsætningen for forløbet i diagram d.4 er dels traditionel finansiering ved 10 pct., 30-årigt annuitetslån til kurs 60, dels indeksfinansiering ved $2\frac{1}{2}$ pct., 30-årigt annuitetslån til kurs 98g. Endvidere er priser og indkomster forudsat at stige med hhv. 7 pct. og 10.2 pct. p.a.

Indeksfinansiering vil i dette tilfælde medføre en lavere boligandel i de første 19 år i sammenligning med 12 år for køberen af ejerboligen. Gennemsnittet for boligandelen i låneperioden er 12 pct. ved indeksfinansiering mod 18 pct. ved traditionel finansiering. For køberen af ejerboligen er gennemsnittet i begge tilfælde 12 pct.

Den stigende interesse for indeksslån med faldende marginalbeskatning fremgår tillige af tabel d.2 og d.3 ovenfor. Den effektive disponible realrente efter tabel d.2 er således 2.6 og 1.1 pct. på et indeksslån mod 10.1 og 1.1 pct. på et traditionelt lån, når marginalskatteprocenten hhv. er 0 og 60. Den forskel i lånebetingelserne, som følger af forskelle i marginalbeskatning, reduceres ved indeksslån, hvilket også fremgår af tabel d.3.

Hvorvidt lejere vil foretrække indeksfinansierede boliger frem for traditionelt finansierede boliger kan imidlertid ikke ses løsrevet fra de subsidier til boligforbruget, lejere evt. kan opnå gennem bolig- og rentesikring, samt det forhold, at lejere i modsætning til ejere ikke kan være sikre på at tage fordelene ved de under prisstigning og traditionel finansiering stærkt faldende boligandele i de følgende år med sig ved flytning

- 1) Gennemføres den ved boligforliget af 11. juni 1974 aftalte afvikling af eksisterende regler om beskatning af indehavere af ejerboliger (de skattemæssige konsekvenser af både underskud og overskud på ejendomsskemaet afvikles), er det relevante udgangspunkt ved en vurdering af interessen i låneform ved finansiering af ejerboliger diagram d.4, modificeret med de forskydninger, som ville følge af et sådant indgrebs betydning for kursrelationerne.
- 2) Problemstillingen er naturligvis en anden, hvis traditionel finansiering og prisfald kunne følges ad.

Almennyttige boligselskaber

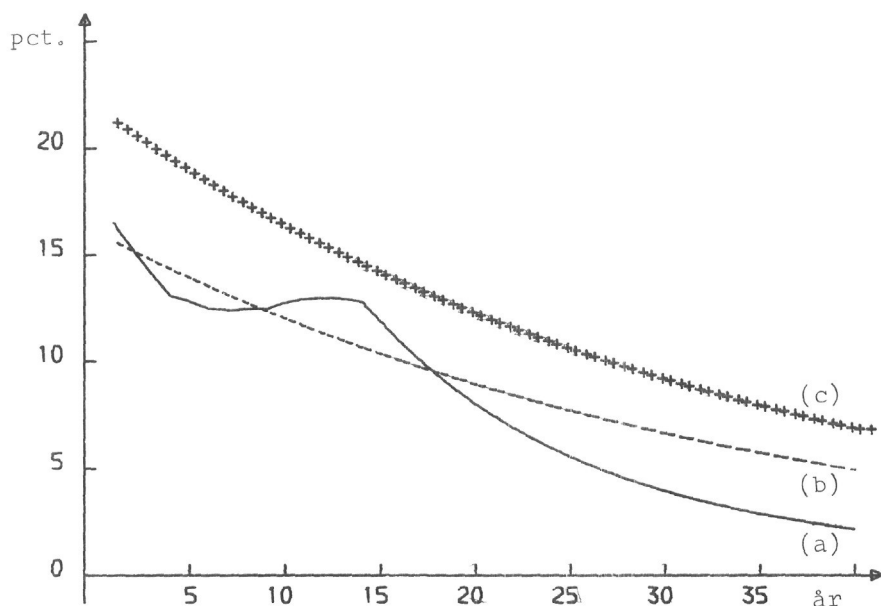
13. Problemerne, der følger af de relativt høje begyndelseshuslejer, og som opstår ved en kombination af traditionel finansiering og ikke ubetydelige prisstigninger, må ses som en væsentlig begrundelse for rentesikringsordningen. Lovforslaget af 1. juni 1973 om indeksfinansiering af det sociale boligbyggeri forudsatte således, at rentesikringsordningen blev afskaffet. Boligforliget af 11. juni 1974, der forudsætter traditionel finansiering, indebærer en revideret rentesikringsordning fra 1. april 1975, kombineret med kapitaltilskud

Boligandelens forløb ved traditionel finansiering og efter hensyntagen til rentesikring er beregnet på grundlag af det rente- og afdragsfrie kapitalindskud på 23 pct. af opførelsesomkostningerne til det almentnyttige boligbyggeri efter boligforliget af 11. juni 1974. Forløbet fremgår af den fuldt optrukne kurve i diagram d.5. Finansieringen forudsættes gennemført ved 7 pct. annuitetsobligationer til kurs 43; løbetiden er 40 år²⁾. Forløbet i diagram d.5 forudsætter, at priser og indkomster i gennemsnit stiger hhv. 7 pct. og 10.2 pct. p.a.

Forløbet ved indeksfinansiering med et 2½ pct., 40-årigt annuitetslån til kurs 97¼ beskrives ved den stiplede linie. Den effektive disponible realrente forudsættes at være 1,1 pct. p.a. og beskatningen 60 pct. af renteindtægter ligesom i ejerboligeksemplet. Endvidere er i figuren vist forløbet af boligandelen ved en nominel indeksrente på 5 pct. p.a. Tied fastholdt kurs på 97¼.

- 1) Rentesikringsordningen omfattende et byggeri på 12.000 lejligheder årligt blev indført ved boligforliget af 18. januar 1966. Efter boligforliget af 11. juni 1974 omfatter ordningen fra 1. april 1975 til 31. marts 1979 et årligt byggeri på 8.000 boliger. Rentesikring ydes *nei* til 6 pct. Rentesikringen aftrappes efter det 4. år. Derefter sker aftrapningen med ½ pct. af prioritetslånenes nettoprovenu årligt i det 5.-6. år, med 4 pct. i det 7. år og med 1 pct. i det 8.-9. år. Herefter resterende rentesikring aftrappes med 1 pct. årligt. Fra 1. april 1975 nedsættes boligselskabernes finansieringsomkostninger endvidere ved, at 23 pct. af opførelsesomkostningerne tilvejebringes som rentefri lån, som desuden er afdragsfrie indtil byggeriets økonomiske forhold tillader, at afdrag finder sted. Afdragsfriheden kan dog højst gælde i 50 år. Det er her forudsat, at indskuddet er afdragsfrit i hele låneperioden på 40 år.
- 2) Krdf. Danmark pr. 19.6.1974. Effektiv rente: 17,4 pct.

DIAGRAM d.5. Boligudgift i pct. af bruttoindkomst. (lejerbolig).



- (a) traditionel finansiering: 7 pct., 40-årigt annuitetslån, kurs 430 Rentesikring og kapitalindskud i følge boligforliget af 11. juni 1974.
 (b) indeksfinansiering: $2\frac{1}{2}$ pct., 40-årigt annuitetslån, kurs $97\frac{3}{4}$
 (c) indeksfinansiering: 5 pct., 40-årigt annuitetslån, kurs 97f.

Forudsætningerne er i øvrigt som i diagram d.1 med gennemsnitlig prisstigning på 7 pct. p.a. og gennemsnitlig indkomststigning på 10.2 pct. p.a., men der gøres ingen antagelser om skatteforholdene, idet lejeudgiften er uden betydning for indkomstopgørelsen.

Fra og med det 18. år vil traditionel finansiering medføre en lavere boligandel end indeksfinansiering, når renten er $2\frac{1}{2}$ pct. Rentesikringen, der i eksemplet falder bort efter 14 år, vil endvidere under eksemplets forudsætninger medføre en lavere boligandel fra år 3 til og med år 8 efter finansieringen.

Boligandelens gennemsnit - for de første 17 år - er i begge tilfælde knap 13 pct., i hele låneperioden er gennemsnittet ca. 8 og ca. 9 pct. ved henholdsvis traditionel finansiering og indeksfinansiering.

Betydningen af en højere disponibel realrente på indeksobligationer er endvidere belyst i tabel d.5.

Tabel d.5. Lejeboliger. Boligandelens afhængighed af effektiv disponibel realrente

år	Traditionel finansiering med rentesikring (7%, 40-årigt lån, kurs 43)	Indeksfinansiering ²⁾ (40-årigt annuitetslån, kurs $97\frac{3}{4}$)	
1	16,5	15,6	21,0
5	12,8	13,9	18,7
10	12,8	12,0	16,1
15	11,9	10,4	13,9
20	8,0	9,0	12,0
25	5,5	7,7	10,3
30	3,9	6,7	8,9
35	2,9	5,8	7,7
40	2,1	5,0	6,6
Gennemsnit	8	9	13

1) Prisstigning 7 pct. p.a. Indkomststigning 10,2 pct. p.a.

2) Den nominelle rente er henholdsvis $2\frac{1}{2}$ og 5 pct, svarende til en effektiv disponibel realrente på hhv. 1.1 og 2.1 pct. p.a.

For lejere - i modsætning til ejere - bliver boligandelen betydelig højere, når den nominelle indeksrente stiger fra 2,5 til 5 pct. p.a.

Er den nominelle indeksrente 5 pct. og kursen $97\frac{3}{4}$, vil indeksfinansiering betyde en højere boligandel i hele låneperioden end traditionel finansiering med rentesikring (bedømt ud fra kursforholdene juni 1974). Man bør dog her tage i be-

tragtning, at en forhøjelse af indeksrenten fra 2½ til 5 pct. p.a. må påregnes ledsaget af en stigning, i den traditionelle rente - jfr. kapitel 3 - hvorved boligandelen ved traditionel finansiering bliver højere end angivet i tabel d.5.

Privat udlejningsbyggeri

14. I de senere år er privat udlejningsbyggeri faldet til et meget lavt niveau. Dette må - ud over den almindelige interesse i at erhverve ejerboliger - ses på baggrund af likviditetsbelastningen i de år, hvor huslejen bl.a. på grund af konkurrencen med det rentesikrede almennyttige byggeri ikke kan dække kapitaludgifter og øvrige kontante udgifter. Endvidere er det i betragtning af lejelov og konkurrencesituation usikkert, om der senere er muligheder for at foretage den nødvendige gradvise forhøjelse af huslejen til dækning af underskuddet i de første år.

Spørgsmålet om finansiering af privat udlejningsbyggeri må ses i sammenhæng med, at hele huslejen, også den del, der er dækning for afdrag, er skattepligtig indkomst for udlejer. Ved indeksfinansiering vil den fradragsberettigede renteudgift blive mindre og den skattepligtige afdragsydelse større, end det ville være tilfældet på et traditionelt lån. Dette betyder, at den private udlejer til betaling af skat på det regnskabsmæssige overskud må forlange et større tillæg til huslejen ved finansiering med indeksslån end ved finansiering med traditionelle lån, alt beregnet i forhold til den husleje en ikke-skattepligtig udlejer (f.eks. et almennyttigt boligselskab) må forlange.

En udlejer med en marginalskatteprocent på 60 må sætte huslejen ' ca. 25 pct. højere end et almennyttigt boligselskab for blot at opnå regnskabsmæssig balance, når der finansieres traditionelt (7 pct., 40-årigt annuitetslån til kurs 43) - en beregning, der vel at mærke er foretaget uden hensyntagen til rentesikring og kapitalindskud til det almennyttige byggeri. Rentesikring og kapitalindskud giver basis for en yderligere reduktion af huslejen med i gennemsnit ca. 50 pct. i rentesikringsperioden, der med en effektiv rente på 17,4 pct. er 14 år.

- 1) Det her anvendte huslejebegreb giver dækning for kapitaludgifter samt for den private udlejer indkomstskat af den del af huslejen, der dækker afdragene.

Finansieres i begge tilfælde på indeksvilkår ($2\frac{1}{2}$ pct., 40-årigt annuitetslån til kurs 94, må den private udlejer som følge af forskellen i beskatningsforhold i eksemplet sætte huslejen næsten dobbelt så højt som almennyttige boligselskaber, hvis der skal opnås omkostningsmæssig dækning. Finansieres både det almennyttige boligbyggeri og privat udlejningsbyggeri med 5 pct., 40-årige indeksobligationer til en kurs, der giver samme effektive disponible realrente som ovenfor, må den private udlejer sætte huslejen ca. 60 pct. højere end almennyttige boligselskaber. Når der finansieres traditionelt, er der i rentesikringsperioden en noget større forskel på grund af rentesikring og kapitalindskud

Hvis det besluttet, at det almennyttige byggeri skal finansieres med indekslån, medfører dette ikke i sig selv nogen større ændring i konkurrenceforholdet mellem almennyttigt og privat udlejningsbyggeri i rentesikringsperioden, da det almennyttige byggeri i denne periode næppe vil opnå relativt gunstige finansieringsvilkår end under den nuværende subsidierede traditionelle finansiering. Efter rentesikringsperioden må huslejen i privat udlejningsbyggeri være ca. 50 pct. højere end i almennyttigt byggeri, når der finansieres traditionelt, idet almennyttigt boligbyggeri efter boligforliget af 11. juni 1974 modtager et rente- og afdragsfrit kapitalindskud på 23 pct. Finansieres på indeksvilkår, må huslejeforskellen sandsynligvis være større. Det kan dog ikke udelukkes, at indekslånenes mulighed for at ændre huslejeprofilen i det private udlejningsbyggeri vil give mulighed for noget byggeri. Forudsætningen for, at det bliver tilfældet, vil formentlig være, at der er tale om byggeri med en kvalitet, som ikke er i direkte konkurrence med almennyttigt boligbyggeri.

- 1) Skatteforholdenes betydning for konkurrenceforholdet mellem almennyttigt boligbyggeri og privat udlejningsbyggeri er uddybet i et appendiks til bilaget.

Appendiks 1, bilag d

Tabel A 1.

Privat udlejer, finansiering ved 1% 4Q-årigt traditionelt annuitetslån,
kurs 43. Provenu 100.000 kr. (Husleje = ydelse på lån).

I. Udlejers regnskab.

Halvårs- termin nr.	Husleje	Skat af husleje	Rente af lån	Skat af rente	Afdrag	Kontant tilgang
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6) = (1) -(2) - (3) +(4) - (5)
----- KI -----						
1	8.694	5.216	8.140	4.884	555	-333
5	8.694	5.216	8.058	4.835	636	-382
10	8.694	5.216	7.938	4.763	756	-454
20	8.694	5.216	7.628	4.577	1.066	-640
40	8.694	5.216	6.573	3.944	2.122	-1.273
60	8.694	5.216	4.473	2.684	4.222	-2.533
80	8.694	5.216	294	176	8.400	-5.040

II. Kapita-
liseret
kontant
tilgang
til

						Til sammen
Udlejer:	200.118	-120.071	-166.863	100.118	-33.255	-19.953
Lejer:	-200.118	-				-200.118
Långiver:	-	-	166.863	-100.118	33.255	100.000
Det off.:	-	120.071	-			120.071

Diskonteringsrente (effektiv disponibel rente): 8.4% p.a., svarende til en konstant effektiv disponibel realrente på 1.3% p.a. kombineret med forventet prisstigning på 7% p.a. Skat 60% af renteafkast og husleje.

Tabel A 1.1

Privat udlejer, finansiering ved 7% 40-årigt traditionelt annuitetslån, kurs 43. Provenu 100.000 kr. (Husleje = ydelse på lån, forhøjet med 25 3%, hvorved opnås regnskabsmæssig balance).

I. Udlejers regnskab.

Halvårs- termin nr.	Husleje	Skat af husleje	Rente af lån	Skat af rente	Afdrag	Kontant tilgang
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6) = (1) - (2) - (3) + (4) - (5)
	kr					
1	10.859	6.515	8.140	4.884	555	533
5	10.859	6.515	8.058	4.835	636	485
10	10.859	6.515	7.938	4.763	756	413
20	10.859	6.515	7.628	4.577	1.066	227
40	10.859	6.515	6.573	3.944	2.122	-407
60	10.859	6.515	4.473	2.684	4.222	-1.667
80	10.859	6.515	294	176	8.400	-4.174

II. Kapita-
liseret
kontant
tilgang
til

						med sammen
Udlejer:	250.000	-150.000	-168.863	100.118	-33.255	
Lejer:	-250.000	-				-250.000
Långiver:	-	-	168.863	-100.118	33.255	100.000
Det off.:	-	150.000	-			150.000

Diskonteringsrente (effektiv disponibel rente): 8.4% p.a. svarende til en konstant effektiv disponibel realrente på 1.3% p.a. kombineret med forventet prisstigning på 7% p.a. Skat 60% af renteafkast og husleje.

Tabel A 2.

Privat udlejer, finansiering ved 2½% 40-årigt indeksreguleret annuitetslån, kurs 94. Provenu 100.000 kr. (Husleje = ydelse på lån).

I. Udlejers regnskab.

Halvårs- termin nr.	Husleje	Skat af husleje	Rente af lån	Skat af rente	Afdrag	Kontant tilgang
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6) = (1) - (2) - (3) + (4) - (5)
— — — — — KI — — —						
1	2.188	1.313	1.378	827	810	-486
5	2.510	1.506	1.534	920	977	-587
10	2.982	1.789	1.747	1.048	1.234	-740
20	4.206	2.524	2.235	1.341	1.971	-1.183
40	8.369	5.021	3.340	2.004	5.029	-3.017
60	16.652	9.991	3.824	2.294	12.828	-7.697
80	33.134	19.880	409	245	32.725	-19.635

II. Kapita-
liseret
kontant
tilgang
til

	Ti sammen					
Udlejer:	131.238	-78.743	-52.064	31.238	-79.174	-47.505
Lejer:	-131.238	-				-131.238
Långiver:	-	-	52.064	-31.238	79.174	100.000
Det off.:	-	78.743	-			<u>78.743</u>

Diskonteringsrente (effektiv disponibel rente): 8,4% p.a. svarende til en konstant effektiv disponibel realrente på 1,3% p.a. kombineret med forventet prisstigning på 1% p.a. Skat 60% af renteafkast og husleje.

Tabel A 2,1

Privat udlejer, finansiering ved 2½% 40-årigt indeksreguleret annuitetsslån, kurs 94. Provenu 100.000 kr. (Husleje = ydelse på lån, forhøjet med 91.0%, der opnås regnskabsmæssig balance).

I. Udlejers regnskab.

Halvårs- termin nr.	Husleje	Skat af husleje	Rente af lån	Skat af rente	Afdrag	Kontant tilgang
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6) = (1) - (2) - (3) + (4) - (5)
				i_{rv1} KI	-	
1	4.168	2.501	1.378	827	810	306
5	4.782	2.869	1.534	920	977	322
10	5.681	3.408	1.747	1.048	1.234	340
20	8.012	4.808	2.235	1.341	1.971	339
40	15.943	9.565	3.340	2.004	5.029	13
60	31.722	19.033	3.824	2.294	12.828	-1.669
80	63.120	37.871	409	245	32.725	-7.640

II. Kapita-
liseret
kontant
tilgang

						Til- sammen
Udlejer:	250.000	-150.000	-52.064	31.238	-79.174	
Lejer:	-250.000	-				-250.000
Långiver:	-	-	52.064	-31.238	79.174	100.000
Det off.:	-	150.000	-			<u>150.000</u>

Diskonteringsrente (effektiv disponibel rente): 8.4% p.a. svarende til en konstant effektiv disponibel realrente på 1.3% p.a. kombineret med forventet prisstigning på 7% p.a. Skat 60% af renteafkast og husleje.

Tabel A 3

Privat udlejer, finansiering ved 5% 40-årigt indeksreguleret annuitetsslån, kurs 115. Provenu 100.000 kr. (Husleje = ydelse på lån).

I. Udlejers regnskab.

Halvårs- termin nr.	Husleje	Skat af husleje	Rente af lån	Skat af rente	Afdrag	Kontant tilgang
	- - - - -	- - - - -	- - - - -	- - - - -	- - - - -	- - - - -
	kr					
1	2.613	1.568	2.251	1.350	362	-218
5	2.999	1.799	2.540	1.524	459	-275
10	3.562	2.137	2.945	1.767	617	-370
20	5.024	3.014	3.910	2.346	1.114	-668
40	9.997	5.998	6.364	3.819	3.633	-2.179
60	19.891	11.935	8.048	4.829	11.843	-7.106
80	39.580	23.748	965	579	38.615	-23.169

II. Kapita-
liseret
kontant
tilgang
til

						Til- sammen
Udlejer:	156.773	-94.064	-94.622	56.773	-62.151	-37.291
Lejer:	-156.773	-	-	-	-	-156.773
Långiver:	-	-	94.622	-56.773	62.151	100.000
Det off.:	-	94.064	-			94.064

Diskonteringsrente (effektiv disponibel rente): 8.4% p.a. svarende til en konstant effektiv disponibel realrente på 1.3% p.a. kombineret med forventet prisstigning på 7% p.a. Skat 60% af renteaftast og husleje.

Tabel A 3,1

Privat udlejer, finansiering ved 5% 40-årigt indeksreguleret annuitetsslån, kurs 115. Provenu 100.000 kr. (Husleje = ydelse på lån, forhøjet med 60,1%, hvorved der opnås regnskabsmæssig balance).

I. Udlejers regnskab, _

Halvårs- termin nr.	Husleje	Skat af husleje	Rente af lån	Skat af rente	Afdrag	Kontant tilgang
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6) = (1) - (2) - (3) + (4) - (5)
	----- kr -----					
1	4.168	2.501	2.251	1.350	362	404
5	4.783	2.869	2.540	1.524	459	439
10	5.681	3.409	2.945	1.767	617	477
20	8.013	4.807	3.910	2.346	1.114	528
40	15.945	9.567	6.364	3.819	3.633	200
60	31.726	19.036	8.048	4.829	11.843	-2.372
80	63.130	37.878	965	579	38.615	-13.749

II. Kapitaliseret
kontant
tilgængs
tilTil
sammen

Udlejer:	250.000	-150.000	-94.622	56.773	-62.151	
Lejer:	-250.000	-				-250.000
Långiver:	-	-	94.622	-56.773	-62.151	100.000
Det off.:	-	150.000	-			150.000

Diskonteringsrente (effektiv disponibel rente): 8.4% p.a. svarende til en konstant effektiv disponibel realrente på 1.3% p.a. kombineret med forventet prisstigning på 7% p.a. Skat 50% af renteafkast °9 husleje.

Tabel A 4.

Almennyttigt byggeri, finansiering ved 7% 40-årigt traditionelt annuitetslån, kurs 43. Provenu 100.000 kr. (Husleje = ydelse på lån).

I. Udlejers regnskab.

Halvårs- termin nr.	Husleje	Skat af husleje	Rente af lån	Skat af rente	Afdrag	Kontant tilgang
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6) = (1) (2) - (3) - (5)
	----- kr -----					
1	8.694	-	8.140	(4.884)	555	
5	8.694	-	8.058	(4.835)	636	
10	8.694	-	7.938	(4.763)	756	
20	8.694	-	7.628	(4.577)	1.066	
40	8.694	-	6.573	(3.944)	2.122	
60	8.694	-	4.473	(2.684)	4.222	
80	8.694	-	294	(176)	8.400	

II. Kapita-
liseret
kontant
tilgang
til

						Til- sammen
Udlejer:	200.118	-	-166.863	-	-33.255	
Lejer:	-200.118	-				-200.118
Långiver:	-	-	166.863	-100.118	33.255	100.000
Det off.:	-			100.118	-	100.118

Diskonteringsrente (effektiv disponibel rente): 8.4% p.a. svarende til en konstant effektiv disponibel realrente på 1.3% p.a. kombineret med forventet prisstigning på 7% p.a. Långiver betaler 60% i skat af renteafkast.

Beløb i () ikke medregnet ved vandret sammentælling.

Tabel A 5.

Almennyttigt byggeri, finansiering ved 2½% 40-årigt indeksreguleret annuitetslån, kurs 94. Provenu 100.000 kr. (Husleje = ydelse på lån).

I. Udlejers regnskab.

Halvårs- termin nr.	Husleje	Skat af husleje	Rente af lån	Skat af rente	Afdrag	Kontant tilgang
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6) = (1) (2) - (3) - (5)
	- - - - - kr - - - - -					
1	2.188	-	1.378	(827)	810	
5	2.510	-	1.534	(920)	977	
10	2.982	-	1.747	(1.048)	1.234	
20	4.206	-	2.235	(1.341)	1.971	
40	8.369	-	3.340	(2.004)	5.029	
60	16.652	-	3.824	(2.294)	12.828	
80	33.134	-	409	(245)	32.725	

II. Kapita-
liseret
kontant
tilgang

						<u>Til- sammen</u>
1						
-						
Udlejer	131.238	-	-52.064	-	-79.174	
Lejer:	-131.238	-			-	-131.238
Långiver:	-	-	52.064	-31.238	79.174	100.000
Det off.:	-	-	-	31.238	-	31.238

Diskonteringsrente (effektiv disponibel rente): 8.4% p.a. svarende til en konstant effektiv disponibel realrente på 1.3% p.a. kombineret med forventet prisstigning på 7% p.a. Långiver betaler 60% i skat af renteafkast.

Beløb i () ikke medregnet ved vandret sammentælling.

Tabel A 6.

Almennyttigt byggeri, finansiering ved 5% 40-årigt indeksreguleret annuitetslån, kurs 115. Provenu 100.000 kr. (Husleje = ydelse på lån).

I: Udlejers regnskab.

Halvårs. termin nr.	Husleje	Skat af husleje	Rente af lån	Skat af rente	Afdrag	Kontant tilgang
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6) = (1) (2) - (3) - (5)
				K.I.*		
1	2.613	-	2.251	(1.350)	362	
5	2.999	-	2.540	(1.524)	459	
10	3.562	-	2.945	(1.767)	617	
20	5.024	-	3.910	(2.346)	1.114	
40	9.997	-	6.364	(3.819)	3.633	
60	19.891	-	8.048	(4.829)	11.843	
80	39.580	-	965	(579)	38.615	

II. Kapita-
liseret
kontant
tilgang
til

						Til- sammen
Udlejer:	156.773	-	-94.622	-	-62.151	
Lejer:	-156.773	-				-156.773
Långiver:	-	-	94.622	-56.773	62.151	100.000
Det off.:	-			56.773	-	56.773

Diskonteringsrente (effektiv disponibel rente): 8.4% p.a. svarende til en konstant effektiv disponibel realrente på 1.3% p.a. kombineret med forventet prisstigning på 7% p.a. Långiver betaler 60% i skat af renteafkast.

Beløb i () ikke medregnet ved vandret sammentælling.

Tabel A 7.

Støtteudgift pr. 100.000 kr. almennyttigt byggeri efter boligforliget
juni 1974

1. Forudsætninger:

Nettoanskaffelsessum	100.000 kr.
✚ beboerindskud - 3 pct. = 3.000 kr.	
statslån - 10 pct. = 10.000 "	
kommunelån - 5 pct. = 5.000 "	
landsbyggefondslån - 8.000 "	
8 pct. =	<u>26.000 "</u>
Provenu af realkreditinstitutlån	74.000 kr.
Effektiv rente 17,37 pct.	
Basisrente <u>6.00 pct.</u>	
Rentesikring 1.år: 11.37 pct. af 74.000 kr. =	8.414 "
Diskonteringsrente 8.4 pct. p.a.	

2. Støtteudgift:

Kapitalindskud, stat og kommune	15.000 kr.
Rentesikring 1. - 8. termin	4.207 "
Rentesikring 9. - 10. "	4.022 "
Rentesikring 11. - 12. "	3.837 "
Rentesikring 13. - 14. "	3.559 "
Rentesikring 15. - 16. "	3.189 "
Rentesikring 17. - 18. "	2.819 "
Rentesikring 19. - 20. "	2.264 "
Rentesikring 21. - 22. "	1.709 "
Rentesikring 23. - 24. "	1.154 "
Rentesikring 25. - 26. "	599 "
Rentesikring 27. - 28. "	44 "
Kapitaliseret værdi	68.286 kr.

Bilag d. Appendiks 2.Sammenligning af forskellige låneformer

I redegørelsen er det forudsat, at der finansieres med annuitetslån, uanset om finansieringen sker med traditionelle lån eller indekslån. Beregningsforudsætningerne for de efterfølgende bemærkninger om finansieringsformer fremgår af tabel B 1, hvor der foretages en sammenligning mellem annuitetslån, serielån og linearlån¹.

Tabel B 1.

Reale ydelser ved alternative låneformer. Prisstigning 7% p.a.

Termin	Indeks lån				Indeks lån			
	Traditionel annuitetslån 1)	Annuitetslån 1)	Serielån 2)	Linearlån 3)	Traditionel annuitetslån 1)	Annuitetslån 1)	Serielån 2)	Linearlån 5)
	kr.							
1	8.507	2.418	2.960	4.575	3.676	1.656	2.199	3.817
10	6.242	2.418	2.769	3.730	2.808	1.737	2.122	3.181
20	4.425	2.418	2.558	2.857	2.129	1.839	2.038	2.501
30	3.137	2.418	2.347	2.054	1.670	1.954	1.953	1.848
40	2.224	2.418	2.135	1.319	1.368	2.085	1.869	1.223
50	1.577	2.418	1.924	0.653	1.184	2.233	1.784	0.625
60	1.118	2.418	1.712	0.056	1.086	2.400	1.700	0.055

Antal terminer
ydelsen er mindre
ved indeksfinansie-
ring end ved tradi-
tionel finansie-
ring:

37

41

60

24

22

u)

Anm.: Ydelserne svarer til et kontant låneprovenu på 100.000 kr. Kurserne på indeksobligationerne er fastsat således, at den effektive disponible realrente er den samme som på den traditionelle obligation (10% 30 års annuitetslån, kurs 60), hvor den er 1.1 pct. p.a. svarende til en prisstigning på 7 pct. p.a. og en skattereduktion svarende til 60 pct. af rentebeløb.

1) 2½%, 30 års indeksannuitetslån, kurs 98.4

2) 2½%, 30 års indeksserielån, kurs 98.6

3) 2½%, 30 års indekslinearlån, kurs 99.0.

4) Den disponible reale ydelse på indeks-linearlån er mindre end den disponible reale ydelse på traditionelle annuitetslån i de sidste 25 terminer (termin 36-60).

1) Lån, hvor afdragene aftager lineært med nul. Afdraget i første termin a er $a = 2/(n+1)$, hvor n er lånets løbetid i terminer. Afdraget i termin j er: $a \cdot (j-1)$.

Med et indeks-annuitetslån kan begyndelsesydelsen for skattepligtige med en marginalskatteprocent på 60 mere end halveres i sammenligning med begyndelsesydelsen på et traditionelt annuitetslån, der giver samme kontantprovenu, jvfr. tabel B 1 og tabel B 2. Til gengæld

Tabel B 2,,

Ydelser på alternative indeksslåneformer i pct. af ydelser på traditionelle annuitetslån.

Termin	Ydelse			Ydelse efter skat (skattereduktion: 60 pct. af renteudgifter)		
	Annuitetslån	Serielån	Linearlån	Annuitetslån	Serielån	Linearlån
	-----			pct	-----	
1	28.4	34.8	53.8	45.0	59.8	103.8
10	38.7	44.4	59.8	61.9	75.6	113.3
20	54.6	57.8	64.6	86.4	95.7	117.5
30	77.1	74.8	65.5	117.0	116.9	110.7
40	108.7	96.0	59.3	152.4	136.6	111.9
50	153.3	122.0	41.4	188.6	150.7	52.8
60	216.3	153.1	5.0	221.0	156.5	5.1

Anm.: Se anmærkningen og noterne til tabel d.5.

for denne reduktion i begyndelsesydelse er slutydelse over dobbelt så store. Hvis indeksfinansiering i stedet gennemføres med serielån, reduceres begyndelsesydelse kun med 40 pct. for skattepligtige med en marginalskatteprocent på 60. Til gengæld er slutydelse kun 60 pct. større.

Ikke-skattepligtige (som f.eks. almennyttige boligselskaber) kan ved at finansiere med linearlån opnå mindre ydelser i hele lånets løbetid i sammenligning med finansiering ved et traditionelt annuitetslån.

Hvilke låneformer, den enkelte debitor har en interesse i at betjene sig af, afhænger under det nuværende skattesystem i høj grad af debtors skattemæssige stilling.

Der er grund til at understrege, at ovenstående konklusioner bygger på regneeksemplets forenkede forudsætninger.

Bilag e.

Nogle indeks for pris- og indkomstudviklingen 1960-1974•

Tabel e.1 belyser udviklingen i nogle indeks for pris- og indkomstudviklingen 1960-1974. Som sammenligningsår er benyttet 1960, så at indeksene alle har værdien 100 i 1960. Sammen med indeksene er anført deres procentvise halvårslige stigning, som er beregnet før afrundingen til heltallige indekssværdier. I de tilfælde, hvor indekset kun er beregnet én gang om året, er den årlige tilvækst for at forbedre sammenligneligheden omregnet til halvårlig stignings-takt ud fra sammenhængen $(1 + \frac{R}{100}) = (1 + \frac{r}{100})^2$, hvor R og r er årlig hhv. halvårlig procentvis stignings-takt. De således beregnede halvårslige stigninger vil dog tilsløre modsat rettede udsving i de halvårslige bevægelser og er derfor ikke fuldt sammenlignelige med de øvrige halvårslige stigninger. Diagram e.1 og e.2 er grafiske fremstillinger af disse oplysninger; i begge diagrammer er alle indekserne tegnet i samme skala, som er angivet ved diagrammets øverste indeks; skalaerne for de øvrige indeks er parallelforskydte nedad. Hvis indeksene alle havde udviklet sig på samme måde, vil kurvene i hvert diagram have været parallelle.

(1) Reguleringspristal; varer og tjenesteydelser incl. bolig: er beregnet siden januar 1963, idet vægtgrundlag og sammenlignings-basis er ændret flere gange, jfr. Statistiske Efterretninger (S.E.) 1963 nr. 18, p. 376. Efter den seneste ændring pr. maj 1974 (jfr. S.E. 1974 nr. 40, pp. 829-834) benyttes oplysninger om lønmodtagernes forbruassammensætning fra forbrugsundersøgelsen i 1971 ført op til det aktuelle prisniveau. Siden april 1967 er benyttet gennemsnit af månedsindekset over de seneste 3 måneder, jfr. S.E. 1967 nr. 29, p. 441. Siden januar 1967 beregnes boligudgiften ud fra nettolejen, d.v.s. efter fradrag af boligsikring, mens indekset i øvrigt er rensat for afgifter og subsidier. Reguleringspristallet beregnes hvert kvartal og offentliggøres i S.E. ca. 4 uger efter kvartalets udløb. Månedsprisindekset, som er grundlag for reguleringspristallet, beregnes imidlertid hver måned; prismaterialet indsamles omkring den 15.-20. i

måneden, og indekset fremkommer ca. 4 uger senere i Nyt fra Danmarks Statistik og senere i S.E. - Indekset er ført tilbage til 1960 ved pr. januar 1963 at sammenkæde det med det dengang beregnede "lønregulerende pristal" (særpristal), hvis beregningsmåde afviger fra reguleringsstallet, bl.a. mht. vægtene. Særpristallet er kun beregnet inkl. boligudgiften og inkluderer afgifter og subsidier.

(2) Reguleringspristal; bolig: er sammensat af husleje og vedligeholdelse; husleje reguleres kun i maj og november, mens vedligeholdelse, der efter ændringen i maj 1974 udgør 6,2 pct. af boligposten og 1,17 pct. af det samlede pristal, reguleres hver måned.

(3) Forbrugerprisindeks; varer og tjenester incl. bolia: opgøres modsat reguleringspristallet i markedspriser, og vægtgrundlaget er hele befolkningens, ikke blot lønmodtagernes forbrug. Før 1965 var boligudgiften ikke indregnet, jfr. S.E. 1966 nr. 48, p 690, men der er senere beregnet helårstal for perioden 1960-1964, jfr. Statistisk tiårsoversigt 1971, p 57. Forbrugerprisindekset beregnes hver måned og offentliggøres i S.E. med knap 2 måneders forsinkelse; som det også er tilfældet med de øvrige indeks, fremkommer det nogle uger tidligere i Nyt fra Danmarks Statistik.

(4) Forbrugerprisindeks; bolig. Boligposten udvikler sig forskelligt i reguleringspristallet og forbrugerprisindekset, dels fordi vedligeholdelse er momsbelagt, dels fordi husleje og vedligeholdelse (med malerarbejde som repræsentantvare) indgår med forskellig vægt, nemlig henholdsvis 38,7 pct. og 11,3 pct. i reguleringspristallet (efter maj 1974 henholdsvis 93,8 pct. og 6,2 pct.) og 92,5 pct. og 7,5 pct. i forbrugerprisindekset.

(5) Engrosprisindeks; investeringsvarer (maskiner og værktøj; varetransportmidler) og

(6) Engrosprisindeks; forbrugsvarer: Indekstillene efter 1962 er i modsætning til tidligere år beregnet excl. indenlandske statsafgifter, og sammenligneligheden med tidligere år er derfor problematisk, jfr. S.E. 1962 nr. 50, p 717. I 1971 blev beregningsmåden ændret mht. vægtbasis og varegruppering, og sammenkædning er foretaget pr. januar 1971, jfr. S.E. 1971 nr. 88, p 1397. Engrosprisindekset beregnes månedligt, og offentliggøres i S.E. ca. 2 måneder efter prismaterialets indsamling, som finder sted omkring den 25. i måneden.

(7) Byggeomkostningsindeks for etagebyggeri: er opstillet ved pr. januar 1968 at sammenkæde to indeks med begrænset sammenlignelighed: byggeomkostningsindeks for muret etagebyggeri (det såkaldte "indekshus"), hvis beregning ophørte i juli 1972, jfr. S.E. 1972 nr. 63, p 1130; og byggeomkostningsindeks for en etageejendom opført som montagebyggeri, som er beregnet siden januar 1968, jfr. S.E. 1971 nr. 70, 1081; det beregnes hvert kvartal og offentliggøres i S.E. ca. 10 uger efter kvartalets udløb. - Siden 1968 er også beregnet et byggeomkostningsindeks for enfamiliehuse.

(8) Halvårsindkomst for faglært arbejder i København: er beregnet ud fra oplysninger om gnstl. samlet timefortjeneste og arbejdstid; der er pr. første halvår 1965 sket en mindre ændring i beregningen af arbejdstiden pr. kvartal, og en sammenkædning er foretaget. Tallet for 1974 er et skøn. Beregningen er udført på grundlag af Arbejdsgiverforeningens kvartårlige lønstatistik, der offentliggøres i særnumre af tidsskriftet Arbejdsgiveren ca. 6 måneder efter udløbet af det omhandlede kvartal.

(9) Den gennemsnitlige samlede timefortjeneste i industri og håndværk m.v. Standardberegning: beregnes ligeledes på grundlag af Arbejdsgiverforeningens lønstatistik, og angiver timefortjenesten i industri og håndværk m.v. excl. overtidstillæg, for hele landet; for april er anført gennemsnittet af timefortjenesterne i 1. og 2. kvartal og for oktober gennemsnittet for 3. og 4. kvartal. Danmarks Statistik udfører standardberegningen, hvis faste vægte bygger på arbejdsløshedskassernes medlemstal i den enkelte fag i 1962/63; dog er der før 1964 benyttet et vægtgrundlag baseret på erhvervstællingen 1948, og der er foretaget sammenkædning pr. april 1964, jfr. S.E. 1965 nr. 42, p 653. Lønstatistikken og standardberegningen offentliggøres kvartårligt i S.E. ca. 8 måneder efter udløbet af det omhandlede kvartal.

(10) Timelønsindeks for industriens arbejdere: beregnes som forholdet mellem industriens samlede lønsum og samlede antal arbejdstimer. Det er kun beregnet siden januar 1971, jfr. S.E. 1971 nr. 51, pp 799-801 og S.E. 1974 nr. 41, p 849, og er derfor ikke indtegnet i diagram e.l. Efter udskrivningsloven fra september 1974 skal timelønsindekset benyttes til at regulere indkomsttrinene i statsskattens grundbeløbsskala samt personfradraget. Det beregnes månedligt og offentliggøres hver anden måned med ca. 3 måneders forsinkelse i artiklen Industriens Beskæftigelse og Løn i S.E., og der fremkommer

korrigerede tal i flere måneder derefter. I Nyt fra Danmarks Statistik fremkommer indekset hver måned med 5-6 ugers forsinkelse. - I samme artikel i S.E. offentliggøres et månedslønsindeks for industriens funktionærer udregnet efter samme princip. Dansk Arbejdsgiverforening indsamler en årlig funktionærlønsstatistik.

(11) Indeks for prisudviklingen for beboelsesejendomme med 4 lejligheder og derover; hele landet.

(12) Indeks for prisudviklingen for enfamiliehuse; hele landet.

o

(13) Indeks for prisudviklingen for byggegrunde under 2000 m ; hele landet. Disse indeks beregnes af Statens Ligningsdirektorat på grundlag af salgspriser for omsatte ejendomme. Beregningen tilstræber at eliminere de ændringer i salgspriserne, som skyldes, at de handlede ejendommers kvalitet og beliggenhed ændres, og dette sker især ved hjælp af en detaljeret regional opdeling af ejendomshandelerne. Indeksene skulle altså udtrykke prisudviklingen for ejendomme af uændret kvalitet og beliggenhed. Halvårlige landsgennemsnit er offentliggjort siden 1972, og tallene for 1965-1971 er specielt stillet til rådighed af Statens Ligningsdirektorat. Tallene offentliggøres i særlig publikation fra Statens Ligningsdirektorat ca. 3 måneder efter afslutningen af det omhandlede halvår, men tallene er færdigbehandlede ca. $1\frac{1}{2}$ måned tidligere. - Danmarks Statistik offentliggør kvartårlige oplysninger¹ om ejendomssalg i almindelig fri handel i S.E. med omkring 6 måneders forsinkelse. I Nyt fra Danmarks Statistik fremkommer kvartårlige oplysninger med 3-4 måneders forsinkelse.

(14) Bruttonationalprodukt-deflator: beregnes som forholdet mellem bruttonationalproduktet (BNP) i løbende priser og BNP opgjort i 1955-priser, idet 1960 derpå er valgt som sammenligningsår; BNP-deflatoren er således i princippet et Paasche-prisindeks, idet der benyttes løbende vægte, med 1955 som basisår. Deflatoren beregnes på grundlag af Danmarks Statistiks nationalregnskabsstatistik, som bl.a. offentliggøres i S.E. og de kvartårlige konjunkturoversigter. Sidst på året offentliggøres skøn for BNP i faste og løbende priser, midt i det følgende år fremkommer foreløbige tal, men de endelige tal vil ofte først foreligge efter et par til flere års forløb. Hidtil er nationalregnskabsstallene kun beregnet på årsbasis, men der arbejdes i Danmarks Statistik på at opstille en kvartårlig nationalregnskabsstatistik.

DIAGRAM e.1

Nogle indeks for pris- og indkomstudviklingen 1960 - 1974.

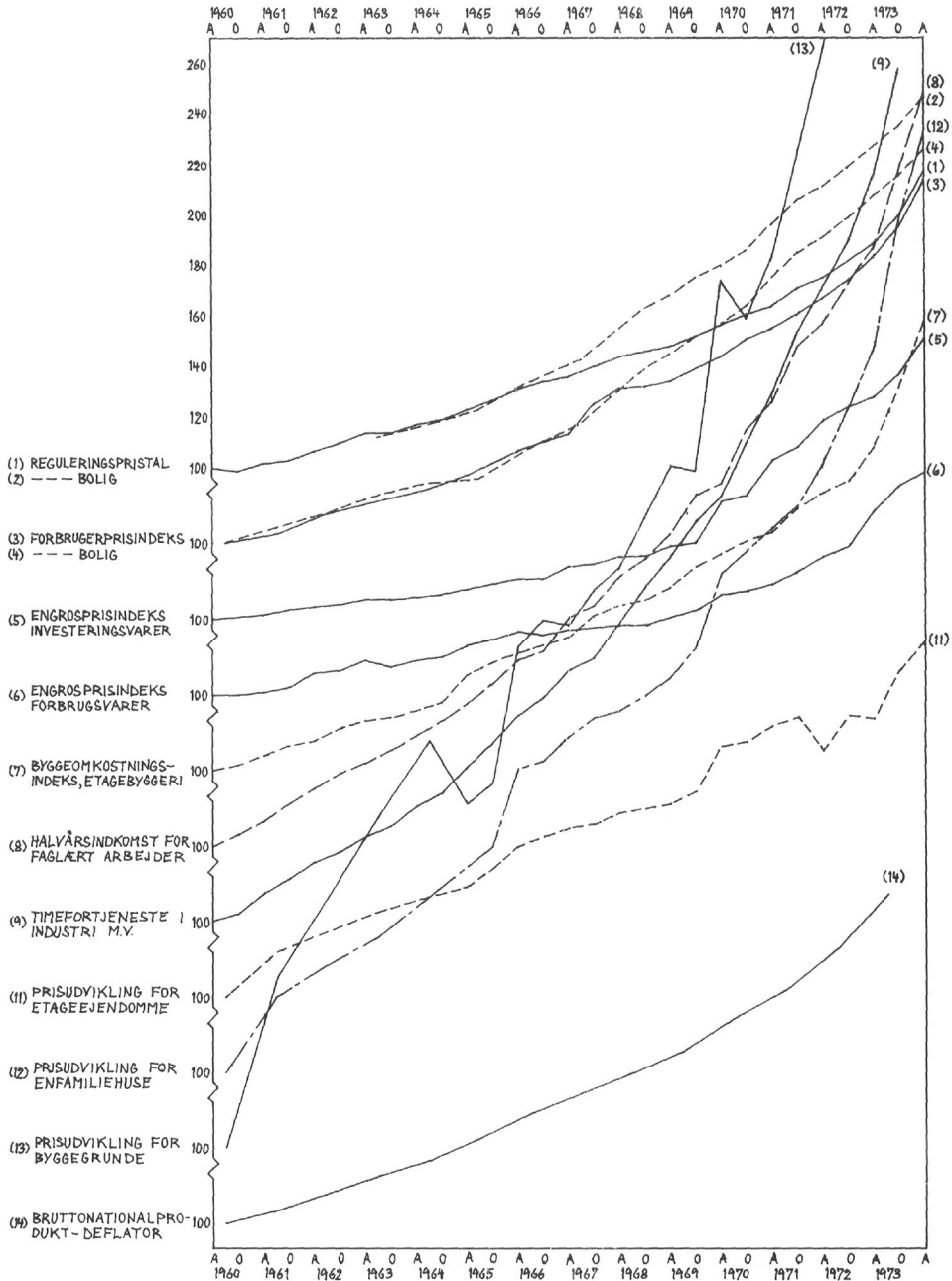
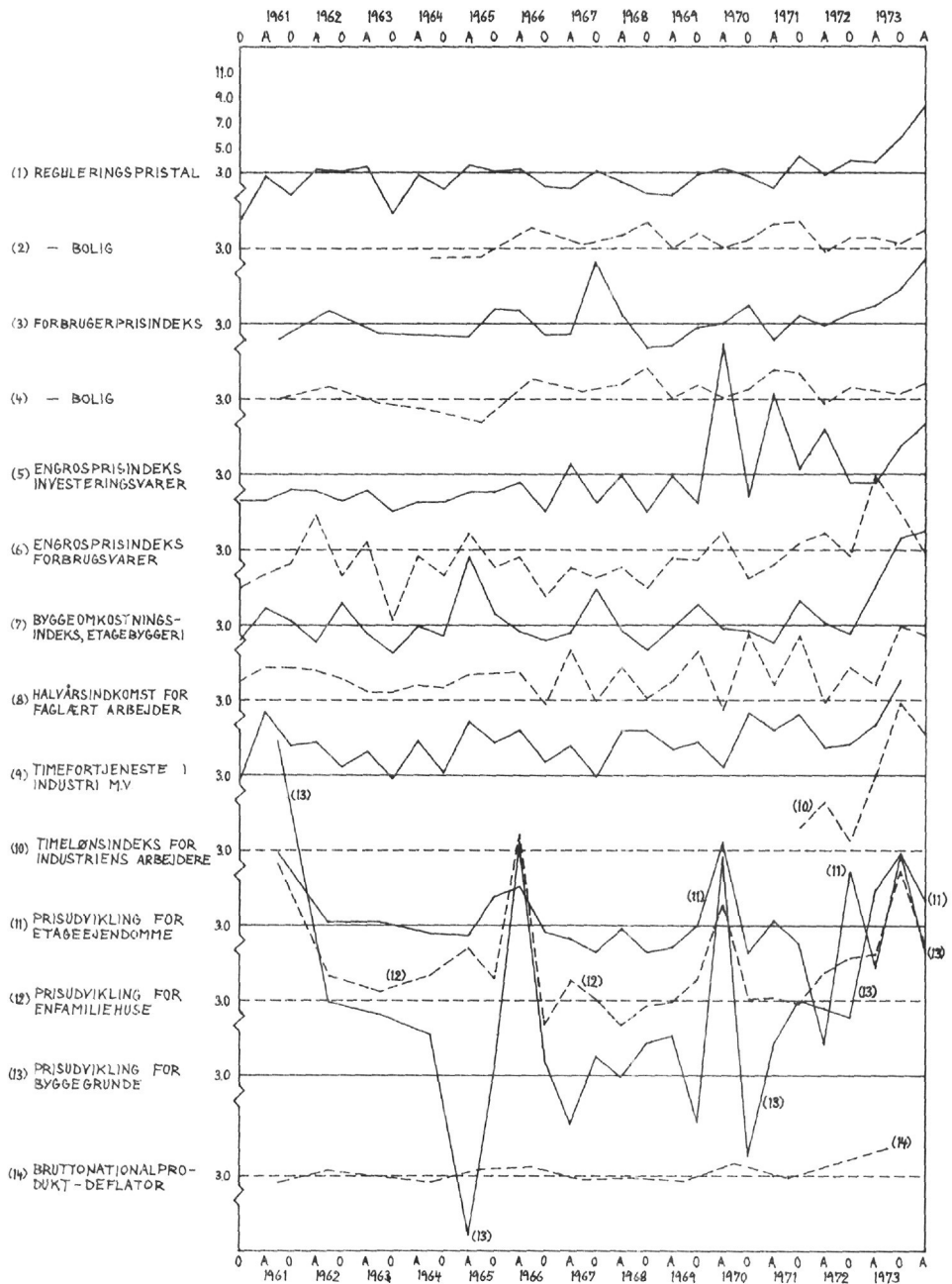


DIAGRAM e.2

Procentvis halvårlig stigning i pris- og indkomstindeksene.



Tabel e.1.

Nogle indeks for pris- og indkomstudviklingen 1960-1974.

		(1) Reguleringspristal; varer og tjenesteydelser inkl. bolig; april 1960=100 pct. vis halvår- lig stigning		(2) Reguleringspristal; bolig; 1963=112,2 januar 1963 til (svarende til det samlede pristal) pct. vis halvår- lig stigning		(3) Forbrugerprisindeks; varer og tjenester inkl. bolig; 1960=100 pct. vis halvår- lig stigning		(4) Forbrugerprisindeks; bolig; 1960=100 pct. vis halvår- lig stigning	
1960	april	100	-	-	-	100	-	100	-
	oktober	99	-0,7						
1961	april	102	2,7	-	-	104	1,8	106	3,0
	oktober	103	1,3						
1962	april	107	3,3	-	-	112	4,0	112	3,9
	oktober	110	3,2						
1963	april	114	3,5	112	-	117	2,2	119	2,7
	oktober	114	-0,2						
1964	april	117	2,8	117	2,2	122	2,1	124	2,1
	oktober	119	1,7						
1965	april	123	3,6	123	2,3	127	2,0	126	1,1
	oktober	127	3,1			132	4,1		
1966	april	131	3,3	134	4,6	137	4,0	138	4,6
	oktober	134	1,9			140	2,1		
1967	april	136	1,8	143	3,3	143	2,2	148	3,5
	oktober	140	3,1			155	7,9		
1968	april	144	2,3	155	4,0	161	3,8	161	4,2
	oktober	146	1,4	163	5,0	162	1,1	169	5,3
1969	april	148	1,2	168	3,0	164	1,2	175	3,1
	oktober	152	2,8	175	4,2	169	2,7	182	4,1
1970	april	157	3,3	180	3,0	174	3,0	187	3,1
	oktober	161	2,7	186	3,6	181	4,4	194	3,8
1971	april	164	1,8	196	4,9	185	1,7	205	5,3
	oktober	171	4,3	206	5,1	191	3,6	215	5,1
1972	april	175	2,8	211	2,7	197	2,9	221	2,6
	oktober	182	3,9	219	3,8	204	3,8	229	3,9
1973	april	189	3,8	227	3,8	213	4,4	238	3,7
	oktober	200	5,8	235	3,4	225	5,7	246	3,4
1974	april	217	8,2	246	4,4	244	8,1	256	4,2
	oktober	231	4,6	257	6,8	264	8,1	269	5,0

Tabel e.1. (fortsat)

Nogle indeks for pris- og indkomstudviklingen 1960-1974.

		(5) Engrosprisindeks; investeringsvarer april 1960=100 pct. vis halvår- lig stigning		(6) Engrosprisindeks; forbrugsvarer; april 1960=100 pct. vis halvår- lig stigning		(7) Byggeomkostnings- indeks for etage- byggeri; april 1960=100 pct. vis halvår- lig stigning		(8) Halvårsindkomst for en faglært arbejder i Kbh. 1960 ¹ = 100 pct. vis halvår- lig stigning		(9) Timefortjeneste i industri og håndværk m.v.; standardberegning april 1960=100 pct. vis halvår- lig stigning	
1960	april	100	-	100	-	100	-	100	-	100	-
	oktober	101	0,9	100	0,0	102	1,8	105	4,5	103	2,6
1961	april	102	0,9	101	1,0	106	4,4	110	5,6	111	8,1
	oktober	104	1,8	103	1,9	110	3,4	117	5,6	117	5,4
1962	april	105	1,7	109	5,7	112	1,6	123	5,4	124	5,7
	oktober	106	0,9	110	0,9	117	4,8	129	4,7	128	3,7
1963	april	108	1,7	114	3,6	120	2,3	133	3,7	134	4,9
	oktober	108	0,0	111	-2,6	121	0,8	138	3,7	138	2,7
1964	april	109	0,8	114	2,7	124	3,0	144	4,2	146	5,8
	oktober	110	0,8	115	0,9	127	2,2	150	4,0	151	3,2
1965	april	112	1,6	120	4,3	138	8,5	157	5,0	162	7,3
	oktober	114	1,6	122	1,6	143	3,9	165	5,1	171	5,6
1966	april	116	2,4	125	2,4	147	2,5	174	5,2	182	6,6
	oktober	116	0,0	124	-0,8	150	1,8	178	2,6	189	4,1
1967	april	121	3,9	126	1,6	153	2,4	191	7,0	200	5,4
	oktober	122	0,7	127	0,8	162	5,9	196	2,9	205	2,9
1968	april	125	3,0	128	1,6	166	2,6	207	5,6	219	6,6
	oktober	125	0,0	128	0,0	168	1,0	214	3,1	233	6,6
1969	april	129	2,9	131	2,3	173	2,9	224	4,5	245	5,1
	oktober	130	0,7	134	2,2	181	4,7	239	6,9	259	5,7
1970	april	147	13,2	140	4,4	186	2,7	244	2,2	269	3,6
	oktober	149	1,2	141	0,7	191	2,6	265	8,3	290	8,0
1971	april	163	9,4	144	1,8	194	1,7	276	4,2	309	6,6
	oktober	168	3,4	149	3,5	204	5,0	298	8,1	334	7,9
1972	april	179	6,6	155	4,3	210	3,2	307	2,8	351	5,2
	oktober	184	2,3	159	2,5	215	2,3	324	5,6	370	5,5
1973	april	188	2,3	173	8,8	228	6,1	337	4,2	396	7,0
	oktober	197	5,2	183	5,9	251	10,0	367	8,9	438	10,6
1974	april	211	7,0	188	2,8	277	10,4	397	8,2	-	-
	oktober	-	-	200	6,1	-	-	-	-	-	-

Tabel e.1. (fortsat).

Nogle indeks for pris- og indkomstudviklingen 1960-1974.

		(10) Tidelønsindeks for industriens arbejdere (industrien i alt) april 1972=309 (svarende til indeks(9))		pct. vis halvårs- lig stigning		(11) Prisudviklingen for beboelsesejendomme med 4 lejligheder og derover hele landet; 1960=100		pct. vis halvårs- lig stigning		(12) Prisudviklingen for enfamiliehuse; hele landet; 1960=100		pct. vis halvårs- lig stigning		(13) Prisudviklingen for byggegrunde under 2000m ² hele landet; 1960=100		pct. vis halvårs- lig stigning		(14) BNP-deflator med 1955-priserne som basis. 1960=100		pct. vis halvårs- lig stigningstakt	
1960	april oktober	-	-	-	-	100	-	-	-	100	-	-	-	100	-	-	-	100	-	-	-
1961	april oktober	-	-	-	-	118	8,8	-	-	130	13,9	-	-	168	29,7	-	-	105	2,4	-	-
1962	april oktober	-	-	-	-	126	3,2	-	-	143	5,0	-	-	199	8,8	-	-	112	3,4	-	-
1963	april oktober	-	-	-	-	134	3,3	-	-	154	3,7	-	-	232	7,9	-	-	119	2,9	-	-
1964	april oktober	-	-	-	-	140	2,3	-	-	170	5,0	-	-	262	6,3	-	-	125	2,5	-	-
1965	april oktober	-	-	-	-	144	2,2	-	-	182	7,1	-	-	237	-9,7	-	-	134	3,5	-	-
		-	-	-	-	151	5,3	-	-	190	4,7	-	-	245	3,5	-	-			-	-
1966	april oktober	-	-	-	-	160	6,1	-	-	221	16,2	-	-	298	21,7	-	-	144	3,7	-	-
		-	-	-	-	164	2,4	-	-	224	1,1	-	-	310	4,2	-	-			-	-
1967	april oktober	-	-	-	-	167	1,9	-	-	234	4,6	-	-	308	-0,8	-	-	152	2,7	-	-
		-	-	-	-	169	0,9	-	-	241	3,1	-	-	322	4,5	-	-			-	-
1968	april oktober	-	-	-	-	173	2,7	-	-	244	1,0	-	-	331	2,9	-	-	160	2,8	-	-
		-	-	-	-	175	0,9	-	-	250	2,5	-	-	350	5,6	-	-			-	-
1969	april oktober	-	-	-	-	177	1,3	-	-	257	2,9	-	-	371	6,2	-	-	169	2,6	-	-
		-	-	-	-	182	3,0	-	-	269	4,7	-	-	369	-0,7	-	-			-	-
1970	april oktober	-	-	-	-	200	9,6	-	-	298	10,6	-	-	444	20,5	-	-	182	4,0	-	-
		-	-	-	-	202	0,8	-	-	307	3,1	-	-	429	-3,4	-	-			-	-
1971	april oktober	309	-	-	-	208	3,4	-	-	316	3,2	-	-	453	5,5	-	-	193	2,9	-	-
		324	4,8	-	-	211	1,5	-	-	325	2,7	-	-	494	9,0	-	-			-	-
1972	april oktober	346	6,9	-	-	198	-6,5	-	-	342	5,2	-	-	535	8,4	-	-	209	4,0	-	-
		360	3,8	-	-	212	7,3	-	-	364	6,4	-	-	576	7,7	-	-			-	-
1973	april oktober	392	8,9	-	-	211	-0,4	-	-	388	6,7	-	-	679	17,8	-	-	231	5,2	-	-
		450	14,7	-	-	230	8,7	-	-	439	13,3	-	-	819	20,7	-	-			-	-
1974	april oktober	505	12,3	-	-	241	5,0	-	-	472	7,4	-	-	925	12,9	-	-	-	-	-	-
		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-			-	-

BILAG f.LITTERATURLISTE

Betænkning om værdifaste obligationer m.v.,
betænkning nr. 146. København 1956.

Betænkning vedrørende anvendelse af indeksslån
i boligbyggeriets finansiering,
betænkning nr. 439. København 1966.

Indeksregulerede lån til almennyttigt boligbyggeri.
Redegørelse afgivet af en arbejdsgruppe nedsat af
boligministeren den 22. august 1973. København 1974.

Det økonomiske Råd, Formandskabet: Boligmarkedet og
boligbyggeriet, problemer og perspektiver.
København, maj 1970.

Det økonomiske Råd, Formandskabet: DansJ: økonomi,
efteråret 1973. København, december 1973.

Alexander Schaumann og Christen Sørensen.: Indeksobligationer.
Juristen og Økonomen, nr. 9, 1. april 1974.

Peter Andreas Bøggild og Lars Eskesen: Indeksregulering
eller ej?
Juristen og Økonomen, nr. 17, 1. juli 1974.

Jørgen Gelting: Kapitalmarkedets struktur og
funktionsduelighed. Byggeriets Realkreditfond,
København 1974.

S.O.U. 1964:1-2: Indexlån I + II, betänkande afgivet af
vårdesäkringskommitteén, Stockholm 1964.

OECD, Committee on Financial Markets: Indexation of
Fixed-Interest Securities. Paris 1973.

Committee to Review National Savings (Page-committee):
Report. Her Majesty's Stationery Office. London, juni 1973.

Bank Leumi: Economic Review, Annual Issue, no. 78,
August 1974.

Dr. J. F. Pick: The Index Linked Bond in Israel,
Israel CPA, June 1974

Ephraim Kleimann: Linkage and Indexation - Israel's Twenty
Years' Experience, Conference on "Protection against In-
flation and Exchange Risk", Saltsjöbaden, July 1974.

The Index Clause System in the Finnish Money and Capital
Markets (A Revision). Bank of Finland, Institute for Eco-
nomic Research.
Mimeographed studies series D:2, January 1969.

K. Puumanen: "The Index Clause in Financial Markets:
The Finnish System in Retrospect".
Kansallis-Osake-Pankki Economic Review vol. 1973 nr. 3,
p. 109-116.

Finlands Bank: Årsberetning og månedsskrift.

Den brasilianske Ambassade i London: Inflation Control
and Economic Growth. The Principles of Monetary Correction.
A Brazilian Experience", London 1974.

Albert Fishlow, Indexing Brazilian Style:
Inflation without Tears?,

Brookings Papers on Economic Activity, 1: 1974.

Financial Times, London, 7. august 1974, pag. 1 og 8.

The Economist, London, 10. august 1974, pag. 77.

Hufvudstadsbladet (Helsingfors), 29. oktober 1974, pag. 12.
Betænkning om dyrtidsregulering, betænkning nr. 724,
København 1974.

BilagANDRE SELVSTÆNDIGE FORSLAG NR. **XXVII**

BLAD NR. 14tt

FOLKETINGET 1973-74 (2. SAMLIVG)

Fremsat den 8. februar 1974 af *Dahlgaard, Bernhard Baunsgaard, Grünbaum, Per Hækkerup, Svend Jakobsen og Niels Helveg Petersen.*

Forslag til folketingsbeslutning om værdisikret (indeksreguleret) opsparing og finansiering.

Folketinget opfordrer finansministeren til at fremsætte lovforslag om de skattemæssige vilkår m. v. for værdisikret (indeksreguleret) opsparing og finansiering efter følgende retningslinjer:

1. Beløb, der i henhold til lånebetingelserne tilskrives en fordring som kompensation for stedfunden pengeværdiforringelse, er skattefri hos långiver og er ikke fradragsberettiget udgift hos låntager.

2. Penge- og kreditinstitutter, forsikrings-selskaber, pensionskasser m. v., der er medlemmer mellem låntagere og långivere, skal til enhver tid have lige store beløb i indeksregulerede aktiver og passiver.

2. Penge- og kreditinstitutter, forsikrings-selskaber, pensionskasser m. v., der er medlemmer mellem låntagere og långivere, skal til enhver tid have lige store beløb i indeksregulerede aktiver og passiver.

Bemærkninger til forslaget.

Formålet med forslaget er at fremme den private opsparing, herunder langtidsopsparingen. I praksis har man i en årrække kun kunnet sikre opsparede midlers realværdi ved at anbringe dem i såkaldte „faste værdier“, herunder fast ejendom, og opsparingen er derfor sket under inflationsfremmende former. Det hænger bl. a. sammen med indkomstbeskatningen også af den renteandel, der i realiteten er kompensation for den løbende pengeværdiforringelse. Ved forslaget skabes realistiske muligheder for, at opsparingen i pengeform kan bevare sin realværdi, og derved kan inflationen i fast ejendom bremses. Som en videregående virkning vil behovet for offentlig opsparing via finanspolitikken blive reduceret.

Det er endvidere et formål at tilvejebringe forudsætning for indeksregulerede udlån, herunder til privat og almenyttigt boligbyggeri. Der kan her ved opnåelse af løsninger omkring begyndelsesudgiften i nyt byggeri.

Forslaget fastlægger rammerne for indeksregulerede opsparings og udlånsformer i relation til ind-

komstbeskatningen. Formentlig bør reguleringspristallet lægges til grund for indeksreguleringen. Den nærmere udvikling og markedsføring af indeksregulerede former for opsparing og finansiering overlades til pengeinstitutternes initiativ, idet det dog er en betingelse, at det enkelte institut har lige store indlån og udlån på indekstilvilkår. Det offentlige inddrages således ikke i de individuelle låneforhold.

I modsætning til tidligere indeksovsparingsordninger i ind- og udland påfører i ordningen ikke det offentlige økonomiske byrder i form af forpligtelse til at dække voksende indeksreguleringsbeløb. Det offentlige påføres heller ikke på anden måde provenutab, idet långivers reducerede skattepligt modsvares af låntagers øgede skattepligt. Renten af den indeksregulerede restgæld vil på normal måde være skattepligtig indkomst hos kreditor og fradragsberettiget udgift for debitor.

Forslaget rammes således ikke af de almindelige indvendinger mod indeksovsparingsordninger og skattepræmierede opsparingsordninger.

*Skriftlig fremsættelse (8. februar 1974)***Ordføreren for forslagsstillerne (Dalgaard)****(RV):**

Som et led i bestræbelserne for at bekæmpe den accelererende inflation skal jeg hermed på forslagsstillerne vegne fremsætte forslag til folketingsbeslutning om værdisikret (indeksreguleret) opsparing og finansiering.

Den private **opsparing** i pengeform er af væsentlig betydning for samfundets kapitaldannelse. I forhold til borgernes indkomster er denne fortalt for opsparing imidlertid gennem en længere årrække faldet betydeligt. Dette må antages at skyldes den kombinerede virkning af inflation og beskatning.

Realværdien af en opsparing, der anbringes i banker og sparekasser eller i obligationer kan **vanskeligt** opretholdes når renteindtægten beskattes som personlig indkomst og der er inflation. Der er derfor behov for en **alternativ** pengemæssig opsparingsplacering, der giver tilsvarende vilkår som erhvervelse f. eks. af fast ejendom. Forslaget tager sigte på at skabe grundlag for, at penge- og kreditinstitutter n.v. kan udvikle sådanne pengeplaceringsformer.

Efter forslagsstillerne opfattelse vil visse investeringer hensigtsmæssigt kunne finansieres ved værdisikrede (indeksregulerede) lån. Kombinationen af inflation og traditionel lånfinansiering har som bekendt medført en stærk forvridning af boligbygge-

riets vilkår. Spørgsmålet om at finde frem til egnede indeksregulerede finansieringsformer har derfor været et fremtrædende led i de senere års boligpolitiske forhandlinger.

Forslaget tager sigte på at bidrage til en løsning af dette spørgsmål.

Opsparings- og finansieringsordningen, der stiles mod, skal være markedsorienteret, således at den i princippet står åben for enhver, der ønsker at benytte den som låntager eller långiver. Det må påregnes, at det fortrinsvis er langtidsopsparing og langtidsinvesteringer, der er ordningens naturlige område. Ordningen forventes udviklet i praksis af de sædvanlige kreditinstitutter og for at sikre at rentedannelsen for værdisikrede lån sker efter almindelige markedsprincipper skal de enkelte kreditinstitutter i lige høj grad anvende ordningen i relation til **låntagere** og långivere.

Det økonomiske råds formandskab har gentagne gange beskæftiget sig indgående med problemerne omkring værdisikret opsparing og finansiering, senest i publikationen „Dansk Økonomi“ efteråret 1973. Idet jeg **henviser** til den i nævnte publikation givne redegørelse og til bemærkningerne til forslaget til folketingsbeslutning udtrykker jeg håbet om tingets hurtige og **velvillige behandling**.

