

# Artikler

798

## Værdiansættelse af urealiserede finansielle kontrakter

af Katja Joo Dyppel, ph.d.-stipendiat, CORIT, CBS og Deloitte

**FAGFÆLLEBEDØMT.** Artiklen behandler værdiansættelsen af urealiserede gevinster og tab på finansielle kontrakter, som beskattes efter lagerprincippet i KGL § 33. Særligt vurderes det, hvordan markedsværdien af finansielle kontrakter, som ikke handles på et reguleret marked, fastsættes, når årets skaterelevante urealiserede gevinster og tab skal opgøres. Afslutningsvis gives forslag til, hvordan denne værdiansættelse kan lettes.

### 1. Indledning

Derivater er et samlet udtryk for en type af finansielle instrumenter, som kendetegnes ved, at afkastet på instrumentet er afledt af (*derive from*) værdien på et underliggende aktiv.<sup>1</sup> De mest traditionelle typer af derivater er optioner, forwards, futures og swaps.<sup>2</sup> Begrebet derivater anvendes ikke i dansk skatteret, men generelt er kontrakter, der betegnes som forwards (terminer) og optioner (aftaler om køberetter og salgsetter), omfattet af det skatteretlige begreb *finansielle kontrakter*. Finansielle kontrakter er særskilt reguleret i kursgevinstloven, nærmere bestemt §§ 29-33.<sup>3</sup>

Den skattemæssige behandling af finansielle kontrakter omfattet af KGL § 29, jf. § 30, er ens *uanset formålet* (hedging, spekulation eller arbitrage) og er som udgangspunkt *generel og symmetrisk*, idet stort set alle skattepligtige skal medregne gevinster og tab ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst.<sup>4</sup> Beskatningen efter de særlige regler i kursgevinstloven bygger på det såkaldte *separationsprincip*, idet beskatningen

sker uden hensyn til - separeret fra - de skatteregler, der gælder for det underliggende aktiv.<sup>5</sup> Det er således ligegyldigt, hvilket underliggende aktiv der er den finansielle kontrakts genstand, eftersom det alene er gevinsten eller tabet på selve kontrakten i perioden frem til leveringen af det underliggende aktiv (eller passiv), som beskattes efter reglerne i KGL §§ 29 - 33 .

Det følger af KGL § 33, stk. 1, 1. pkt., at gevinster og tab, som altovervejende hovedregel, beskattes efter lagerprincippet, hvorefter urealiserede gevinster og tab opgøres ved udgangen af hvert enkelt indkomstår.

Opgørelsen af gevinster og tab efter lagerprincippet kan være vanskelig.<sup>6</sup> Særligt i relation til værdiansættelse af finansielle kontrakter, hvor hverken kontrakten eller det underliggende aktiv handles på et offentligt marked, opstår der vanskeligheder ved estimeringen af kontraktens værdi ved indkomstårets udløb/begyndelse.<sup>7</sup> I denne artikel behandles de mest essentielle problemstillinger af generel karakter, som rejses i denne forbindelse.<sup>8</sup>

### 2. Generelt om lagerbeskatning

Er kontrakten anskaffet (dvs. indgået eller overtaget) i indkomståret, opgøres gevinst eller tab som forskellen mellem kontraktens anskaffelsessum og kontraktens værdi ved indkomstårets udløb. En optionspræmie er vederlaget for at opnå retten, men ikke pligten, til at udnytte en erhvervet option. Præmien svarer således til værdien af optionen på tidspunktet for udstedelse og anses

derfor som anskaffelsessummen. Ved anvendelse af lagerprincippet bevirker dette, at præmien anerkendes som indkomst for udstederen, hvis optionen mister sin værdi.<sup>9</sup> For terminskontrakter anses værdien af instrumentet på indgåelsestidspunktet typisk for at være lig nul, således at anskaffelses-/afståelsessummen ansættes til nul. En eventuel indbetaling/sikkerhedsstillelse i form af initial margin el.lign. anses for acotobetalinger, hvilket ikke påvirker indkomstopgørelsen.<sup>10</sup> For kontrakter, der er realiseret i indkomståret, skal gevinst eller tab opgøres som forskellen mellem værdien ved årets begyndelse og værdien ved realiseringen.<sup>11</sup> Endvidere skal omkostninger i forbindelse med indgåelse af den finansielle kontrakt, f.eks. gebyrer og kurtage, medregnes i henholdsvis anskaffelses- og afståelsessummen for den pågældende kontrakt.<sup>12</sup>

Det er i bemærkningerne til loven præciseret, at for terminskontraktens vedkommende er værdien ved realisation lig med værdien på terminsdagen, hvorved forstås den i terminskontrakten fastsatte afviklingsdag (dvs. på exercisetidspunktet).<sup>13</sup> Endvidere er det præciseret, at værdien ved realisation for købe- og salgsretters vedkommende enten er afståelsessummen, hvis kontrakten afstås, eller værdien på udløbsdagen, hvorved forstås den dag kontrakten udnyttes eller udløber uudnyttet. Er kontrakten anskaffet og realiseret inden for samme indkomstår, opgøres gevinsten eller tabet som forskellen mellem anskaffelsessummen og værdien ved realiseringen.

For swaps, futures og andre finansielle kontrakter, hvor parterne løbende differenceafregner periodens gevinst/tab, gælder, at disse differenceafregninger anses som realiserede gevinster/tab på finansielle kontrakter, som skal medregnes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst.<sup>14</sup> Det er altså ikke alene kontraktens urealiserede værdistigning/tab i perioden, men ligeledes eventuelle realiserede gevinster/tab, som medregnes.

Indeholder kontrakterne ligeledes en engangsbetaling, skal denne i princippet skattemæssigt behandles. En sådan engangsbetaling kan eksempelvis være betaling for, at nutidsværdien på en kontrakt, som ikke følger de på tidspunktet eksisterende markedspriser, bliver lig med nul, hvor denne afvigelse fra de eksisterende markedspriser

både kan relatere sig til rente-, valuta- og andre prisvilkår. Et eksempel herpå kan være indgåelse af en forwardkontrakt vedrørende køb af USD mod DKK til kurs 480 med en løbetid på 3 måneder. Er terminskursen for en sådan kontrakt på indgåelsestidspunktet 550, vil den kontrahent, som skal købe USD på terminsdagen, allerede på indgåelsestidspunktet kompensere modkontrahenten for den gevinst, som opnås ved indgåelsen heraf - en gevinst svarende til differencen mellem terminskursen på indgåelsestidspunktet og nutidsværdien af den aftalte (og lavere) terminskurs. For kontrakter, der består af en portefølje af andre finansielle kontrakter, såsom swaps, bør denne betaling skattemæssigt behandles som en acotobetaling i relation til den serie af terminskontrakter, som udgør swappen. *Rasmussen og Wittendorff* viser med et eksempel, at fordelingen af engangsbetalingen til de enkelte terminskontrakter foretages automatisk ved anvendelse af lagerprincippet, såfremt engangsbetalingen anses som indkomst, på det tidspunkt hvor betalingen foretages.<sup>15</sup>

### 3. Værdiansættelse af urealiserede kontrakter

Ved anvendelse af lagerprincippet skal værdien af en urealiseret finansiell kontrakt ved indkomstårets udløb/begyndelse opgøres til *markedsværdien*.<sup>16</sup> Såfremt kontrakten er noteret på et reguleret marked, og der således kan konstateres en børsværdi, vil markedsværdien anses for at være lig med den ved indkomstårets udløb noterede værdi af en kontrakt med udløb samme dag som den oprindelige kontrakt.<sup>17</sup> I sådanne simple tilfælde kan markedsværdien af en finansiell kontrakt estimeres uden vanskeligheder.<sup>18</sup> Anderledes er det i de tilfælde, hvor kontrakten ikke er noteret. Her er ligningsmyndighederne berettiget til at foretage en skønsmæssig værdiansættelse<sup>19</sup> og spørgsmålet bliver herefter, ud fra hvilke kriterier kontrakterne værdiansættes. Værdiansættelsen af urealiserede finansielle kontrakter er hverken behandlet af domstolene eller i den offentliggjorte administrative praksis.<sup>20</sup> Med ordlyden af bestemmelsen og bemærkningerne hertil, som åbner rum til fortolkning, er der således usikkerhed om, hvilke kriterier som kan lægges til grund ved værdiansættelse af kontrakterne.

Det følger af bemærkningerne, at såfremt der ingen notering foreligger, skal værdien i princippet opgøres som anskaffelsessummen ved indkomstårets udløb for en *tilsvarende finansiel kontrakt*, der har *samme restløbetid* som den pågældende kontrakt.<sup>21</sup> Denne bemærkning beror formentlig på Optionsudvalgets forslag om samme, hvor det illustreres, hvordan en terminskontrakt kan værdiansættes ved at sammenligne med en lignende terminskontrakt med samme restløbetid (2 år i eksemplet).<sup>22</sup> Denne sammenlignelige terminskurs (exercisepris) diskonteres med renten for en 2-årig placering under argumentationen om, at en køber af kontrakten vil kræve sin investering forrentet, indtil gevinsten kan realiseres om to år. Afsluttende bemærkes det, at diskonteringen således er nødvendig for at nå så tæt på handelsværdien som muligt. I denne sammenhæng bemærker Optionsudvalget dog, at dette blot er et eksempel til illustration af opgørelsesmetoden, og at man da også skal tage højde for kontraktens omsættelighed, løbetid og modpartens kreditværdighed. Optionsudvalget illustrerer denne metode med følgende eksempel:

*Værdiansættelse pr. 31. december (statustidspunktet) af terminskontrakt vedrørende salg af 10 mio. USD mod DKK til kurs 1.200 med en restløbetid på 2 år.*

*Hvis terminskursen for en lignende 2-årig terminskontrakt (svarende til restløbetiden på den indgåede kontrakt) er 700, kan værdien uden diskontering opgøres til 50 mio. kr.*

*Er renten for en 2-årig placering 11 pct. p.a. er nutidsværdien af 50 mio. kr. lig med 40.581.000 kr., hvilket således er den indgåede kontrakts værdi på statustidspunktet.*

Børjesson *et al.* angiver en forsimplet udgave af denne metode, hvor der ikke tages højde for en alternativplacering af den udskudte betaling for det underliggende aktiv, som udgør kontraktens terminskurs.<sup>23</sup> Herefter skal man indledningsvis fastslå, til hvilken terminskurs en terminskontrakt med den samme restløbetid kan indgås til ved udgangen af indkomståret. Kursen på denne terminskontrakt tages som udtryk for den oprindelige terminskontrakts værdi, hvorefter den aftalte terminskurs på den åbne kontrakt sammenholdes hermed. Dersom den nye kurs er højere, er

der en urealiseret gevinst på kontrakten svarende til kursforskellen multipliceret med kontraktsbeløbet. Omvendt vil der være tale om et urealiseret tab, dersom den nye kurs er lavere end kontraktkursen.<sup>24</sup>

Uanset valg af metode gælder, at begge de anførte metoder samt lignende alternativer alene er mulige, såfremt en *tilsvarende finansiel kontrakt* med *samme restløbetid* er noteret. Det burde ikke give anledning til tvivl om, hvad der i denne sammenhæng skal forstås med "*samme restløbetid*", idet ordlyden af netop dette udtryk ikke giver rum til fortolkning. Anderledes er det dog med udtrykket "*tilsvarende finansielle kontrakt*", eftersom det efter en almindelig ordlydsfortolkning ikke fremgår klart, hvad der skal lægges i ordet *tilsvarende*. Uklarheden består i, om udtrykket *tilsvarende* skal fortolkes bredt, og derved alene indeholder et krav om, at kontrakterne vedrører den samme *type* aktiv, eller om udtrykket skal fortolkes indskrænkende. En indskrænket fortolkning må indebære et krav om større sammenlignelighed, hvilket kan omfatte krav om samme underliggende aktiv (eks. samme aktieklasser i samme selskab), samme exercisepris, samme mængde/nominelle størrelse af kontrakten mv. Usikkert er, hvor meget kontrakterne må adskille sig fra hinanden og fortsat anses som *tilsvarende*, således at værdien af den ene kan opgøres på baggrund af værdien af den anden. Det må dog formodes, at der er krav om, at kontrakterne i høj grad er sammenlignelige, for at disse kan anses som tilsvarende i værdiansættelsesøjemed.

Formodning om at kontrakter næsten skal være identiske skyldes, at værdien af et derivat netop er udtryk for nutidsværdien af difference mellem den forventede værdi af det underliggende aktiv og den aftalte exercisepris på exercisetidspunktet.<sup>25</sup>

Uagtet om den noterede og den unoterede kontrakt er identiske, kan der næppe stilles krav om, at kontrakterne værdiansættes identisk. Årsagen til dette er, at forskellen på likviditeten af noterede og unoterede kontrakter kan have afgørende betydning for instrumenternes værdi. Behovet for en sondring mellem likvide og illikvide kontrakter i relation til værdiansættelse, fremhæver Optionsudvalget i betænkning nr. 1139/1988, p. 154, hvorefter man

med illikvide kontrakter ikke altid vil kunne lukke sin position (afhænde kontrakten) til en pris, der svarer til den noterede pris på tilsvarende terminskontrakter. I de tilfælde, hvor en terminskontrakt ikke er likvid, kan man således ikke opgøre værdien på statustidspunktet som forskellen mellem terminsprisen og terminsprisen ved en tilsvarende kontrakt reduceret med en diskonteringsfaktor - som eksemplificeret af Optionsudvalget. Værdien af terminskontrakten er den pris, hvortil den kan afsættes, hvilket betyder, at en illikvid terminskontrakt må ansættes til en væsentlig lavere værdi end en likvid kontrakt. Det fremgår af bemærkningerne,<sup>26</sup> at der ved værdiansættelsen kan tages højde for kontraktens likviditetsgrad, hvilket formentlig også er årsagen til, at det i den indledende bemærkning anføres, at værdien i *princippet* skal opgøres som anskaffelsessummen ved indkomstårets udløb for en tilsvarende finansiel kontrakt, der har samme restløbetid som den pågældende kontrakt.<sup>27</sup> Endeligt bør der ligeledes tages højde for modpartens kreditværdighed, som har større betydning for værdien af unoterede kontrakter end for noterede, eftersom handlen ikke foretages gennem et clearinghus og der således er direkte modpartseksponering.<sup>28</sup> Med direkte modpartseksponering opstår der således risiko for, at modparten ikke kan betale/levere det aftalte, hvorfor værdien af kontrakten i sådanne tilfælde ligeledes afhænger af kreditrisikoen forbundet med indgåelse af kontrakter med netop den konkrete kontrahent. Spørgsmålet bliver herefter, hvor meget værdien af en noteret og en unoteret lignende kontrakt kan fravige fra hinanden og forsat opfylde betingelsen om at være lig markedsværdien. Dette behandles nærmere under afsnit 3.1 *forsigtighedsprincippet*.

Det følger af bemærkningerne til loven, at det for kontrakter, som ikke er noterede, i mange tilfælde vil være muligt med rimelig sikkerhed at fastsætte en markedsværdi, såfremt det underliggende aktiv er noteret.<sup>29</sup> For eksemplificeringens skyld er det i bemærkningerne til bestemmelsen anført, at der for terminskontrakter gælder, at terminskursen principielt kan bestemmes ud fra kursen på spotmarkedet med fradrag af afkastet på det underliggende aktiv frem til terminstidspunktet og med tillæg af renten for et lån over det pågældende tidsrum.<sup>30</sup> Endvidere følger det

af administrativ praksis, at man ved værdiansættelse af optioner ikke tager højde for det faktum, at indehaveren har en ret, men ikke en pligt, til at udnytte optionen. Optioner kan ellers anses for en "lodseddel", idet store udsving i prisen på det underliggende aktiv alene kan resultere i en stor gevinst for indehaveren, da tabet er begrænset til den betalte præmie - det modsatte er gældende for modkontrahenten. Netop dette har en øget værdi for amerikanske optioner, hvor indehaveren kan udnytte sin købe- eller salgsret i hele optionens løbetid. I lobemærkningerne inddrages denne "lodseddelbetragtning" ikke, og det tages heller ikke i betragtning, om optionen kan udnyttes i hele løbetiden eller alene på en given dato. I stedet baseres optionens værdi udelukkende på en kapitalisering af rentefordelen ved en udskudt investering i det underliggende aktiv.<sup>31</sup> Værdien er således alene et udtryk for en tilbagediskontering af en rentefordel uden hensyntagen til, hvilken påvirkning volatiliteten af det underliggende aktiv kan have på parternes værdi af optionen.

Erkendelsen af, at der ikke altid eksisterer den fornødne viden til at kunne opgøre markedsværdien af den pågældende kontrakt, selvom det underliggende aktiv er noteret, kommer i bemærkningerne til udtryk gennem anvendelsen af vendingerne "*i mange tilfælde*" og "*med rimelig sikkerhed*". Årsagen til, at den noterede værdi af det underliggende aktiv ikke altid er tilstrækkelig information ved værdiansættelse af derivatet, skal findes i den naturlige forskel på noterede og unoterede kontrakter. Ikke-standardiserede kontrakter indgås netop fordi, de standardiserede kontrakter ikke opfylder de specifikke behov, som den enkelte kontrahent har, hvilket kan resultere i, at unoterede kontrakter - til forskel fra standardiserede kontrakter - oftest indeholder individualiserede aftalevilkår, som i sig selv udgør en værdi for kontrahenterne. Listen over individualiserede aftalevilkår er lang og indeholder bl.a. meget lang løbetid, store mængder, særlige afregningsvilkår, hvor afviklingsprisen eksempelvis beregnes på baggrund af specifikke parametre, kontrakter, hvor exercisetidspunktet afhænger af en specifik begivenhed osv. I sådanne tilfælde er det ikke alene værdien af det underliggende (noterede) aktiv, som er afgørende for kontraktens markedsværdi. Des flere individuelle aftalevilkår kontrak-

ten indeholder, des vanskeligere er det at foretage en estimering af markedsværdien.

Endelig må anvendelsen af vendingen "*med rimelig sikkerhed*" være et udtryk for, at det er tilstrækkeligt, at den estimerede markedsværdi med rimelig sikkerhed er et udtryk for instrumentets markedsværdi. Bestemmelsen rummer altså plads til et skøn. Hvor stort et skøn, der overlades til skattemynderne uden efterfølgende korrektion fra ligningsmyndighederne, er dog uklart. Det må dog kunne konkluderes, at eftersom værdiansættelse af noterede finansielle kontrakter ofte beror på et spinkelt grundlag, må det resultere i, at et groft estimat i visse tilfælde er tilstrækkeligt.<sup>32</sup>

### 3.1 Forsigtighedsprincippet

Det fremgår af bemærkningerne til bestemmelsen, at lovgiver erkender, at det næppe altid er muligt at værdiansætte en specifik unoteret kontrakt på baggrund af værdien af en noteret kontrakt/(underliggende) aktiv. Her præciseres det, at værdiansættelse af kontrakter uden for de organiserede markeder skal ske under hensyn til forholdene på markedet, med hvilket der navnlig menes markeder for visse råvarer, hvor der forekommer relativt store kortvarige prissvingninger såvel på spotmarkedet som på terminsmarkedet.<sup>33</sup> Lovgiver åbner i den forbindelse op for, at på varemærker med høj prisvolatilitet, hvor vurderingen af likviditetsgraden kan være særdeles vanskelig, kan markedsværdien af de nævnte kontrakter *ansættes forsigtigt i årene forud for realisation af gevinster og tab på kontrakten*.<sup>34</sup> I sådanne tilfælde er det afgørende for ansættelsen af markedsværdien, hvad der skal forstås med en *forsigtig ansættelse*. I bemærkningerne til bestemmelsen gives ingen nærmere afgrænsning heraf. Derimod anføres det i Skatteministeriets besvarelse af Skatteudvalgets høringsvar, at jo længere løbetid en sådan ikke børsnoteret kontrakt har, jo mindre likvid vil den være.<sup>35</sup> Videre nævnes det, at på spot- og terminsmarkeder med store prisudsving inden for korte perioder, er dette ikke ensbetydende med, at der skal opgøres en tilsvarende gevinst/tab på kontrakten, bl.a. fordi forskellen mellem kontraktens terminspris og terminsprisen på statustidspunktet ikke umiddelbart kan realiseres ved udgangen af året.<sup>36</sup> Det er dermed ikke en be-

tingelse, at kontrakten anses for at have samme urealiserede gevinst/tab, som hvis kontrakten blev realiseret på statustidspunktet. Med dette tages således højde for, at lagerprincippet ikke skal resultere i, at den skattepligtige skal beskattes af en stor gevinst/et stort tab alene forårsaget af store prisudsving på den finansielle kontrakt.

På baggrund af lovgivers tilkendegivelse af dette hensyn og således hensynet til likviditetsgraden af noterede kontrakter kan det konkluderes, at KGL § 33, stk. 1 indeholder en vis form for elastik i relation til værdiansættelse af urealiserede finansielle kontrakter. Om denne elastik ligeledes rummer accept af tilfælde, hvor de kontraherende parter ikke ansætter kontraktens værdi ens, fremgår hverken af bestemmelsens ordlyd eller bemærkningerne hertil.

Umiddelbart synes det ikke muligt, at den situation, hvor kontrahenterne anlægger en differentieret værdiansættelse af den samme kontrakt, kan rummes i ordlyden af begrebet *markedsværdi*, da en sådan værdi netop er et udtryk for den ligevægtsværdi, som opstår på markedet som konsekvens af de kontraherendes modstridende interesser - og er derfor fælles for begge parter. Situationer med differentieret værdiansættelse er dog udelukkende relevant i de tilfælde, hvor kontrakten ikke er noteret, og hvor parterne under hensyn til forholdene på markedet og derved likviditetsgraden af kontrakten kan anlægge en forsigtig værdiansættelse. Anvendelsen af forsigtighedsprincippet er derfor - i fravær af en egentlig offentliggjort markedspris - et udtryk for parternes bedste bud på en estimering af markedsværdien af den unoterede kontrakt.<sup>37</sup> Af denne årsag rummer begrebet *markedsværdi* i denne sammenhæng formentlig også en af parterne differentieret værdiansættelse af den relevante kontrakt, når blot denne differentiering netop skyldes forsøget på at værdiansætte kontrakten forsigtigt.<sup>38</sup>

Om værdiansættelse af unoterede kontrakter bemærker Optionsudvalget, at likviditetsgraden i disse tilfælde kan være særdeles vanskelig at fastslå, hvorfor markedsværdien af de nævnte kontrakter må ansættes lavt - evt. til nul - i årene forud for realisation af gevinst eller tab på kontrakten. Ifølge denne tankegang er formålet således nærmere en ansættelse til nul, hvorefter der

med forsigtig værdiansættelse skal forstås mindre værdiudsving, både i negativ og positiv retning. Efterlevelsen heraf udelukker dog fortsat ikke, at parterne ansætter kontrakten forskelligt.

Tanken om en forskellig værdiansættelse er ikke ny, og allerede som et supplerende spørgsmål i anledning af Skatteudvalgets høringsvar til L 6<sup>39</sup> blev der spurgt, om det anførte forsigtighedsprincip reelt betyder, at kontraktparterne begge kan vurdere deres kontrakter så forsigtigt, at de begge kan fratække et tab efter lagerprincippet i årene forud for udløb af kontrakten.<sup>40</sup> Til dette svarede skatteministeren, at den foreslåede obligatoriske anvendelse af lagerprincippet for finansielle kontrakter ikke betyder, at der generelt åbnes op for en mulighed for systematisk skatteudskydelse. Endvidere anføres det, at:

*"i de særlige tilfælde, hvor hverken kontrakten eller det underliggende aktiv er noteret, vil ligningsmyndighederne være berettigede til at foretage en skønsmæssig værdiansættelse. Der vil derfor ikke være mulighed for på grundlag af sådanne kontrakter at foretage systematisk skatteudnyttelse."*

Skatteministeren afviser ikke muligheden for, at parterne kan ansætte den samme kontrakt forskelligt,<sup>41</sup> men skærper, at anvendelsen af et forsigtighedsprincip ikke åbner op for muligheden for systematisk skatteudskydelse. Med denne bemærkning synes skatteministeren således ikke at svare på det oprindelige spørgsmål, eftersom en af parterne forskellig værdiansættelse af den samme kontrakt ikke nødvendigvis kan sidestilles med systematisk skatteudnyttelse. Det kan således ikke udelukkes, at parterne kan foretage en forskellig værdiansættelse af den samme kontrakt,<sup>42</sup> såfremt det ikke er et udtryk for systematisk skatteudnyttelse.<sup>43</sup>

Et ikke ubetydeligt hensyn, som kan begrunde en differentieret værdiansættelse af noterede finansielle instrumenter, er hensynet til parternes kreditværdighed. Årsagen til dette er, at finansielle instrumenter, som indeholder en modpartsdisponering, ligeledes indeholder en kreditrisiko forbundet med modpartens vilje og evne til at betale/levere. Det er almindelig kendt, at kreditor og debitor i et gældsforhold kan have en differentieret værdiansættelse af den samme disposition, da de-

bitors forpligtelse altid er lig med hovedstolen eller det beløb, som debitor skal betale med frigørende virkning, hvor kreditors værdi af dennes fordring endvidere afhænger af debitors kreditværdighed.<sup>44</sup> For optioner og lignende instrumenter, som indebærer en ensidig forpligtelse bestående i tildelingen af en købe- eller salgsrettilighed, følger generelt den samme systematik som ved debitors og kreditors værdiansættelse af et gældsforhold. Anderledes gælder det for derivater, som indebærer en gensidig forpligtelse, idet denne systematik udvides, eftersom begge parter potentielt skal betale/levere til den anden part, hvilket alene afhænger af udviklingen af det underliggende aktiv. I sådanne tilfælde er begge parter udsat for risikoen for modpartens eventuelle manglende evne til at opfylde de indgåede forpligtelser, hvorfor begge således skal tage højde for medkontrahentens betalingssevne ved opgørelsen af markedsværdien af den finansielle kontrakt. Såfremt modpartsdisponeringen og den iboende kreditrisiko tillægges betydning ved værdiansættelsen af unoterede kontrakter, må dette alt andet lige medføre, at parterne kan ansætte to forskellige værdier af instrumentet, som begge er et udtryk for markedsværdien. Det bør bemærkes, at også i fravær af forsigtighedsprincippet bør netop hensynet til partens kreditværdighed kunne begrunde en differentieret værdiansættelse.

### 3.2 Betydningen af uvildige vurderinger

Med særligt henblik på situationer, hvor hverken kontrakten eller det underliggende aktiv handles på et reguleret marked, vil det være gavnligt såfremt oplysninger om kontraktens værdi fra professionelle kontraktformidlere - banker eller tilsvarende - kan lægges til grund ved indkomstopgørelsen. Muligheden herfor fremgår implicit af lovforarbejderne, hvor det anføres, at der både lægges vægt på vurderingen fra *involverede kontraktformidlere*<sup>45</sup> og *udstederen af den oprindelige kontrakt*<sup>46</sup>. Uafklaret er det dog, hvor stor vægt sådanne vurderinger har samt om vurderinger indhentet fra sagkyndige, som hverken er udsteder af den oprindelige kontrakt eller har været involveret i handlen på anden måde, kan lægges til grund for skatteansættelsen.

Sagkyndige, som ikke har været involveret i den specifikke handel, men som fortsat kan foretage et estimat af kontraktens værdi, kan både

være nationale og internationale banker og lignende aktører, som beskæftiger sig med værdiansættelse af finansielle instrumenter. Det skal ikke negligeres, hvor omfattende værdiansættelsen af (unoterede) derivater kan være, hvorfor et estimat foretaget af en sagkyndig alt andet lige må være mere validt end det estimat, som den enkelte skatteyder og ligningsmyndighederne kan foretage.

Uanset om den skattemæssige værdiansættelse af instrument, foretaget på baggrund af en sagkyndig vurdering, både kan være i skatteyderens og myndighedernes interesse, tilfalder udgiften til en sådan vurdering skatteyderen. Der kan argumenteres for, at det forhold, at skatteyderen køber en serviceydelse af den sagkyndige, skaber tvivl om validiteten af den sagkyndiges værdiansættelse. Konflikten opstår fordi skatteyderen forsøger at tilgodese sine egne ønsker og derfor vil anvende sagkyndige, som på bedste vis varetager dennes interesse, hvilket i dette tilfælde må være en værdiansættelse som minimerer skattesvaret og i bedste fald tillader et fradrag. Denne konflikt er dog ikke anderledes end i de situationer, hvor selskaber betaler revisorer, advokater, credit agencies mv. for at modtage en uvildig vurdering eller fremstilling af selskabet eller dets aktiver. Af respekt for professionalismen i disse brancher bør risikoen for manipulerede estimeringer anses for ubetydelig i denne sammenhæng.

En indhentet vurdering fra en sagkyndig binder næppe skattemyndighederne. Men så længe der ikke er udsendt officielle retningslinjer for værdiansættelse af unoterede kontrakter, er dette formentlig det i praksis mest valide beslutningsgrundlag.<sup>47</sup>

### 3.3 Betydningen af regnskabspraksis

Endelig bemærkes det i forarbejderne:<sup>48</sup>

*"at det i øvrigt antages, at den værdiansættelse af finansielle kontrakter, der skal foretages med henblik på den skattemæssige opgørelse, i en række tilfælde allerede foretages i andre sammenhænge. I dansk regnskabspraksis foretages der således i en vis udstrækning, eventuelt afhængig af intentionerne med indgåelse af finansielle kontrakter, værdiansættelse efter markedsværdien, idet urealiserede gevinster og tab resultatføres løbende."*

Hvad der præcist skal lægges i denne bemærkning, fremgår ikke klart. Det er ikke normalt antaget, at den regnskabsmæssige værdiansættelse kan lægges til grund for den skatteretlige opgørelse af gevinster og tab i mangel på bedre. Henvisningen må dog være et udtryk for, at den i regnskabet foretagne værdiansættelse kan tillægges en vis betydning i skatteretlig henseende, såfremt de finansielle kontrakter værdiansættes til markedsværdien i regnskabet - dog uden at kunne binde ligningsmyndighederne, som i mangel af børsnotering er berettiget til at foretage en skønsmæssig værdiansættelse.<sup>49</sup> Værdiansættelsen af urealiserede gevinster og tab er særligt i den internationale regnskabspraksis underlagt en mere omfattende regulering.<sup>50</sup> Under hensyn til dette samt det faktum, at en international konsistent anvendelse heraf kan tilsikre en mere ensartet værdiansættelse af derivater, er der gode argumenter for, at regnskabsmæssige værdier, som opgøres i overensstemmelse hermed, kan tillægges en mere afgørende betydning - i mangel på skatteretlige retningslinjer for værdiansættelse af unoterede kontrakter.

### 3.4 Sammenfatning

Opgørelsen af markedsværdien af urealiserede finansielle kontrakter ved indkomstårets udløb og derved skatterelevante gevinster og tab er ikke behæftet med nævneværdig usikkerhed, såfremt de relevante kontrakter handles på et reguleret marked. Handles kontrakterne ikke på et reguleret marked findes der overordnet set tre andre scenarier; (1) der eksisterer en tilsvarende noteret kontrakt med samme restløbetid, (2) det underliggende aktiv er noteret eller (3) hverken en tilsvarende kontrakt eller det underliggende aktiv er noteret. I alle tre tilfælde er ligningsmyndighederne berettiget til at foretage en skønsmæssig værdiansættelse.

I alle tre scenarier skal der ved værdiansættelsen tages højde for, at illikvide og likvide kontrakter ikke nødvendigvis har den samme værdi, uanset at de i øvrigt er ens, hvilket skyldes, at man ikke altid kan afhænde en illikvid kontrakt til en pris, som svarer til den noterede pris på tilsvarende kontrakter.

Værdien af en noteret kontrakt eller et note-

ret underliggende aktiv bør således ikke ukritisk lægges til grund ved værdiansættelsen af en unoteret kontrakt. Endvidere skal værdiansættelsen foretages under hensyn til forholdene på markedet, med hvilket der menes, at der skal foretages en forsigtig værdiansættelse, således at store prisudsving på volatile markeder ikke nødvendigvis kommer til udtryk i den estimerede markedsværdi på statustidspunktet. Dette skyldes, at differencen på kontraktens exercisepris og terminsprisen på statustidspunktet ikke umiddelbart kan realiseres ved udgangen af året. I denne sammenhæng skal forsigtighedsprincippet formentlig forstås som en værdiansættelse tæt på nul - både i opad og nedadgående retning - således at store prisudsving/høj usikkerhed resulterer i en urealiseret værdiændring på nul. Dette udelukker formentlig ikke, at parterne kan anlægge en forskellig værdiansættelse af det samme instrument, såfremt dette ikke er et udtryk for systematisk skatteudskydelse/-udnyttelse. Særligt hensynet til sammenhængen mellem modpartens kreditværdighed og kontraktens markedsværdi er argument for, at parterne anlægger en differentieret markedsværdi af samme instrument uden, at dette nødvendigvis er et udtryk for systematisk skatteudskydelse/-udnyttelse.

Både uvildige vurderinger fra involverede kontraktformidlere og udstederen af den oprindelige kontrakt samt den regnskabsmæssige værdi kan tillægges en vis betydning dog således, at dette næppe binder ligningsmyndighederne. Så længe der ikke er udsendt officielle retningslinjer for værdiansættelse af unoterede kontrakter, er dette formentligt det i praksis mest valide beslutningsgrundlag.

Der skal ikke sås tvivl om, at lovgiver erkender, at værdiansættelsen af urealiserede finansielle kontrakter giver anledning til vanskeligheder og usikkerhed. Der kan dog sås tvivl om, hvorvidt der er overensstemmelse mellem lovgivers opfattelse af omfanget af værdiansættelsesproblematikken og de faktiske problemer og fortolkningsvanskeligheder, som opstår i praksis. Det kan ikke udelukkes, at denne uoverensstemmelse skyldes, at der ikke er kommet nye vejledninger til fortolkning af bestemmelsen siden revideringen af kursgevinstloven i 1997. Der findes ingen

offentliggjorte afgørelser på området, hvor der tages stilling til de mere generelle problemstillinger, som rejses i denne artikel. Dette kan både skyldes, at der ikke eksisterer problemer i praksis, men derimod også, at denne problematik er så vanskelig i praksis, at skatteyderne fraholder sig fra bindende svar og skattemyndighederne fraholder sig fra at optage værdiansættelsessager. Sidstnævnte årsag er formentlig den rigtige. Uanset om både skattemyndighederne og skatteyderne accepterer, at værdiansættelsen af finansielle kontrakter kan leve sit eget liv, er det en utilfredsstillende situation.

#### 4. Kan bestemmelsen forbedres?

I en risikodisponeret verden udgør væddemåls-elementet i derivater en mulighed for timing arbitrage<sup>51</sup> under anvendelse af beskatning efter realisationsprincippet.<sup>52</sup> Muligheden opstår, eftersom man i givet fald kan indgå både en købe- og salgsret med samme underliggende aktiv og derved opnå et rentefrit lån svarende til den skattemæssige værdi af det realiserede tab, såfremt den tabsgivende kontrakt afhændes umiddelbart før indkomstårets udløb, mens den gevinstgivende kontrakt udnyttes umiddelbart efter indkomstårets udløb. Dispositionen vil herved være risikofri, da tab på den ene kontrakt vil svare til gevinsten på den anden. Ved at indgå stadig større kontrakter vil metoden i princippet kunne anvendes til at opnå en skatteudskydelse af ubegrænset størrelse og ubegrænset tidsmæssig udstrækning.<sup>53</sup> Værdien af denne form for arbitrage består således i, at den skattepligtige selv kan kontrollere tidspunktet for realisation og derved opnå fradrag for tab før realiseringen af modregnede gevinster.

Både i teori og praksis er mulighed for timing arbitrage gennem indgåelse af derivater en uønskværdig position. På IFA Kongressen i 1995 blev man også enige om, at "*timing should reflect economic income*", hvorefter det blev anbefalet at anvende et "*substance over formprincippet*"<sup>54</sup> i relation til indkomstallokering, således at den forholdsmæssige årlige værdistigning på derivater kommer til beskatning og ikke afviger fra den skatteretlige behandling af andre finansielle instrumenter for på den måde at skabe symmetri.<sup>55</sup> I reformlitteraturen

henvises til, at anvendelse af formuebeskatning eller alternativt lagerbeskatning af derivater (beskatning af urealiserede gevinster og tab) vil tilfredsstille det teoretiske behov for eliminering af denne arbitrage-mulighed.<sup>56</sup>

Uanset at lagerbeskatning i teorien er det perfekte middel mod timing arbitrage, er der flere årsager til, at dette ikke altid er den mest optimale løsning i praksis. De tre mest anførte og accepterede årsager til undladelsen af anvendelse af et generelt lagerprincip er; (1) vanskeligheden ved at estimere markedsværdien af finansielle instrumenter og andre ikke-finansielle aktiver, som ikke handles på et offentligt marked; (2) den likviditetsbyrde, som er forbundet med beskatningen af urealiserede kontrakter og endeligt (3) urimeligheden af at beskatte urealiserede gevinster og tab, som alene opstår grundet store værdiudsving på det pågældende instrument/aktiv.<sup>57</sup>

Der eksisterer mange løsningsforslag til denne problematik, men ingen, som kan eliminere arbitrage-muligheden og samtidig tage højde for de u hensigtsmæssigheder, som lagerprincippet medfører. Konklusionen er, at lagerprincippet generelt anses for anvendeligt ved beskatning af likvide salgsbare finansielle derivater, men mindre succesfuldt for ikke-offentligt handlede aktiver, eftersom værdiansættelsen af noterede derivater er vanskelig, og den årlige estimering heraf må siges at pålægge skatteyderen en ikke ubetydelig administrativ byrde.

I dansk skatteret anvender man allerede et fuldkomment lagerprincip ved beskatning af finansielle kontrakter. Endvidere er der efter vedtagelsen af Skattereformen i 2009 en mere generel anvendelse af lagerbeskatning af aktieavancer<sup>58</sup> og kursgevinster og tab på fordringer og gæld.<sup>59,60</sup> Uanset at der ikke anlægges et generelt lagerprincip for både fysiske personer og selskaber i det danske skattesystem, går tendensen om obligatorisk lagerbeskatning for finansielle instrumenter, der er optaget til handel på et reguleret marked, mod den i teorien foreslåede løsningsmodel.

Foruden værdiansættelsesproblematikken er en fundamental ulempe ved lagerbeskatning den likviditetsbyrde, som den løbende beskatning af urealiserede gevinster medfører. Dette er der for finansielle kontrakter taget højde for i relation til kontrakter,

som anvendes i hedging-øjemed, jf. KGL § 33, stk. 2, hvorefter der under visse betingelser gives dispensation til realisationsbeskatning.<sup>61</sup>

Under fortsat anvendelse af lagerprincippet kan usikkerheden vedrørende værdiansættelse af finansielle kontrakter i dansk skatteret formentligt reduceres, såfremt der med forsigtig værdiansættelse skal forstås ansættelse af minimale eller ingen værdiudsving for noterede kontrakter. Dette synes også at have været Optionsudvalgets oprindelige tanke. En sådan fortolkning af forsigtighedsprincippet vil resultere i en beskatning, som de facto minder om realisationsbeskatning i de tilfælde, hvor værdiansættelsen beror på usikre skøn.<sup>62</sup> Ligeledes kan der med en øget accept af anvendelsen af sagkyndige vurderinger og/eller den i regnskabet estimerede markedsværdi som grundlag for skatteansættelsen opnås større sikkerhed med henblik på ligningsmyndighedernes accept af de ansatte værdier. Begge tiltag synes med fordel at kunne anvendes i kombination.

## Noter

1. Der eksisterer et utal af forskellige former for derivater, som alle besidder individuelle karakteristika. Samlet forstås dog "a financial instrument, the price of which has a strong relationship with an underlying commodity, currency, economic variable, or financial instrument". Jf. i hovedtræk Hull: Options, Futures and Other Derivatives, 2006, p. 1; Hudson: The Law on Financial Derivatives, 2006, p. 13; McDonald: Derivative Markets, 2003, p. 1; Edgar: The Income Tax Treatment of Financial Instruments: Theory and Practice, 2000, p. 5; Hilling: Income Taxation of Derivatives and other Financial Instruments - Economics Substance versus Legal Form, 2007, p. 20, og Laukkanen: Taxation of Investment Derivatives, 2007, p. 28 ff. For et mere praktisk syn herpå se eksempelvis Southern som i Taxation of Corporate Debt, Foreign Exchange and Derivatives Contracts, 2004, p. 390 anfører, at "...derivatives consists of a number of building blocks, which can be assembled, broken down and reassembled in a variety of ways." Dette stemmer i høj grad overens med Smithsons Building Block Approach, som han introducerede i Midland Corporate Finance Journal (MCFJ), vol. 4, 1987, pp. 16-28.
2. Jf. OECD: Taxation of New Financial Instruments, 1994, pkt. 9; OECD: The Taxation of Global Trading of Financial Instruments, 1994, p. 11, samt implicit Smithson: MCFJ, vol. 4, 1987, p. 25; Edgar: The Income Tax Treat-

- ment of Financial Instruments: Theory and Practice, 2000, p. 1, samt *Merton: Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 4, no. 4, 1992.
3. For derivater, som ikke er omfattet af disse særregler, gælder ikke en almen skattefritagelse. Instrumenterne skal i stedet bedømmes efter skattelovgivningens almindelige regler, navnlig SL §§ 4 - 6 samt de relevante kapitalgevinstbeskatningslove, som bl.a. er behandlet i Optionsudvalgets betænkning nr. 1139/1988, pp. 82-138, der dannede grundlag for indførelsen af reglerne om beskatning af finansielle kontrakter i 1991, samt *Füchsel et al.: Håndbog i Finansielle instrumenter*, 1991; *Hansen og Kauffmann: Futures-, forward- og optionskontrakter*, 1991; *Christen Amby og Jørgen Egelund: R&R*, 1987, pp. 12-23; *Kjeld Bergenfeldt og Søren Rasmussen: Kursgevinstloven, Beskatning af kursgevinster og -tab samt finansielle kontrakter*, 1992, kapitel 7; *Bente Duchleiter og Nina Hermanson: Revisorbladet*, nr. 4, 1987, p. 6 ff.; *Flemming Jacobsen og Karsten Liljegren: SpO*, 1990, p. 94 ff.; *Per Bach Jørgensen: Regnskab og Revision* 1988, p. 10 ff.; *Søren Rasmussen: SP-Skat*, 1991, pp. 214-219, og *Anders Willumsen: TfS* 1988, 464. Afgrænsningen af den objektive skattepligt af finansielle kontrakter efter KGL §§ 29 og 30 er ikke genstand for denne artikel.
  4. Jf. pkt. 116 og 118 i cirk. nr. 134 af 29. juli 1992 citeret i bemærkningerne til § 29 i lov nr. 439 af 10/6 1997 (L 194). Efter KGL §§ 31 og 32 begrænses tabsfradragretten dog for selskaber såvel som for personer.
  5. Jf. pkt. 118 i cirk. nr. 134 af 29. juli 1992 citeret i bemærkningerne til § 29 i lov nr. 439 af 10/6 1997 (L 194).
  6. Værdiansættelsesproblematikken behandles ligeledes i *Stenholdt: TfS* 1994, 167 om værdiansættelse af terminskontrakter og købe- og salgsretter om salg af unoterede aktier; *Meldgaard: TfS* 1991, 383, som i relation til stockoptions også berører værdiansættelsesproblematikken samt i *Børjesson et al.: Kursgevinstloven med kommentarer*, 2004, pp. 521-526, hvor praksis på området opsummeres.
  7. Værdiansættelsesproblematikken kompliceres yderligere såfremt den relevante finansielle kontrakt blot er en delkomponent i ét samlet instrument, bestående af flere derivater og/eller andre finansielle instrumenter. Dette skyldes blandt andet, at på markeder med ufuldstændig konkurrence kan værdien af en finansiell kontrakt - som en delkomponent - afhænge af, hvorvidt den ses isoleret eller i sammenhæng med de øvrige delkomponenter og derfor det samlede instrument.
  8. Særligt i relation til værdiansættelse af aktiebaserede kontrakter omfattet af LL §§ 7 H, 16 og 28 om aktiebaseret løn, findes en del praksis og litteratur, hvor de mest fremtrædende bidrag i litteraturen er: *Banner-Voigt og Rasmussen: Aktieløn*, 2009, som er det mest udførlige og opdaterede værk herom samt *Lavesen og Hindhede (red.): Aktieafløsning - erfaringer, jura, regnskab, værdi og skat*, 2005. Denne artikel behandler ikke en specifik form for derivater, såsom aktiebaserede kontrakter, men behandler derimod de generelle værdiansættelsesproblemer, som opstår uagtet kontraktens underliggende aktiv.
  9. Værdien af en option kan for en udsteder ikke overstige den modtagne præmie. Ligeledes kan værdien af en option for en erhverver aldrig være negativ, hvorfor størrelsen på det fradragsberettigede tab maksimalt kan være lig med den betalte præmie. Der tages altså ikke højde for, at parterne potentielt kunne have opnået en større gevinst/et større tab end det, som vindes/mistes efter den konkrete kontrakt, jf. *Rasmussen og Wittendorff: Dansk rapport i Cahiers de droit fiscal international*, Vol. LXXXb, Tax aspects of derivative financial instruments, 1995, p. 164 ff.
  10. *Rasmussen og Wittendorff: Dansk rapport i Cahiers de droit fiscal international*, Vol. LXXXb, Tax aspects of derivative financial instruments, 1995, p. 164.
  11. Jf. pkt. 138 i cirk. nr. 134 af 29. juli 1992 citeret i bemærkningerne til § 33 i lov nr. 439 af 10/6 1997 (L 194).
  12. Jf. pkt. 138 i cirk. nr. 134 af 29. juli 1992 citeret i bemærkningerne til § 33 i lov nr. 439 af 10/6 1997 (L 194).
  13. Jf. pkt. 139 i cirk. nr. 134 af 29. juli 1992 citeret i bemærkningerne til § 33 i lov nr. 439 af 10/6 1997 (L 194). Begrebet afviklingsdag omfatter ligeledes førtidig indfrielse, jf. TfS 2011, 130 SR. Ændrede aftalevilkår mv. kan ligeledes resultere i, at kontrakten anses for afstået og derved realiseret. Sådanne situationer opstår primært i to tilfælde; (1) ved ændring af aftalevilkår, hvorefter aftalen anses for afstået i forbindelse med stiftelse af en ny; samt (2) ved ændring af én af aftaleparterne. Dette emne behandles bl.a. af *Vinther* i SKAT januar 2006 samt *Hansen og Vinther* i TfS 2009, 624, hvor det analyseres, hvornår afståelsesbeskatning udløses af tilfælde, hvor en skatteyder ikke udnytter en købe- eller salgsret men alligevel opnår økonomiske fordele, der udspringer af ejerskabet til købe- eller salgsretten.
  14. For mere herom se *Madsen og Nissen-Petersen: SR-Skat*, 2007, afsnit 2.2, som i relation til en renteswap illustrerer, hvordan en sådan opgørelse skal foretages. I denne sammenhæng erindres det, at de årlige afkast på renteswappen ikke kvalificeres som renteindtægter og -udgifter men derimod hhv. gevinster og tab på finansielle kontrakter.

15. Jf. Dansk rapport i *Cahiers de droit fiscal international*, Vol. LXXXb, Tax aspects of derivative financial instruments, 1995, p. 164 ff.
16. "Værdien i handel og vandel", jf. pkt. 139 i cirk. nr. 134 af 29. juli 1992 citeret i bemærkningerne til § 33 i lov nr. 439 af 10/6 1997 (L 194). Normen "markedsværdien" må være den værdi, som et derivat almindeligvis kan handles til uden der tages højde for virksomhedsspecifikke præferencer. Des mere individuel og specifik et derivat er, des større afvigelse vil der være mellem de tilfælde, hvor den estimerede værdi foretaget uden hensynstagen til de egentlige kontraktparters præferencer og de tilfælde, hvor netop disse præferencer tages i betragtning. Udtrykket markedspris må dog alt andet lige defineres som den pris, som kontrakten kan handles til på markedet, hvorfor der i denne forbindelse ikke bør tages højde for, at parterne kan have en særlig værdi af et eller flere specifikke aftalevilkår, herunder muligheden for at opnå majoritetsposter. Dette fremgår også implicit af bemærkningerne til bestemmelsen, hvor der ved værdiansættelsen skal tages højde for forholdene på markedet, jf. pkt. 143 i cirk. nr. 134 af 29. juli 1992 citeret i bemærkningerne til § 33 i lov nr. 439 af 10/6 1997 (L 194). Til støtte herfor er endvidere Optionsudvalgets bemærkning om, at den afgørende pris er den, som instrumentet kan afsættes til, jf. betænkning nr. 1139/1988, p. 154.
17. Jf. pkt. 139 og 141 i cirk. nr. 134 af 29. juli 1992 citeret i bemærkningerne til § 33 i lov nr. 439 af 10/6 1997 (L 194).
18. Det skal erindres, at futures generelt er kendetegnet ved, at alle værdiændringer af futurekontrakten udveksles ved afslutningen af den dag, hvor ændringen er realiseret - til forskel fra forwardkontrakter, hvor prisdifferencen mellem exerciseprisen og markedsprisen på det underliggende aktiv først udveksles på exercisedagen. For traditionelle futures opstår derfor kun kortvarigt og i mindre omfang urealiserede gevinster og tab. Dermed er værdiansættelsen af sådanne kontrakter altid foretaget til markedsværdien, jf. pkt. 140 i cirk. nr. 134 af 29. juli 1992 citeret i bemærkningerne til § 33 i lov nr. 439 af 10/6 1997 (L 194).
19. Jf. pkt. 143 i cirk. nr. 134 af 29. juli 1992 citeret i bemærkningerne til § 33 i lov nr. 439 af 10/6 1997 (L 194).
20. I relation til værdiansættelse af aktiebaserede kontrakter findes en del praksis og litteratur på området. Diskussionen vedrører den korrekte værdiansættelsesmetode, hvilket der hverken er enighed om i skatteretten eller i finansieringsteorien. Valget af metode afhænger i høj grad af, hvilket instrument samt hvilke oplysninger man har om det givne værdipapir - historiske tal, volatilitet mv. Aktieanalysegruppen har opstillet en formel til værdiansættelse af aktiebaserede optioner og det følger af administrativ praksis, at formelen ikke er absolut men alene er vejledende. Aktieanalysegruppens formel tager ikke højde for den underliggende akties volatilitet og kendes denne med sikkerhed, hvilket er tilfældet med børsnoterede aktier, skal oplysning indgå i beregningen af den enkelte aktieoptions værdi, i hvilken forbindelse *Black and Scholes'* gennemfremende prisfastsættelsesmodel af optioner i *The Journal of Political Economy*, vol. 81, 1973 anvendes, jf. bl.a. TfS 1999, 832 LR ; TfS 2002, 976 LR ; TfS 2010, 125 SR og TfS 2011, 208 SR samt ligeledes *Banner-Voigt og Rasmussen: Aktieløn*, 2009; *Lavesen og Hindhede (red.): Aktieafløsning - erfaringer, jura, regnskab, værdi og skat*, 2005, og *Stenholdt: TfS 1994, 167*, afsnit 5.
21. Jf. pkt. 139 i cirk. nr. 134 af 29. juli 1992 citeret i bemærkningerne til § 33 i lov nr. 439 af 10/6 1997 (L 194).
22. Jf. betænkning nr. 1139/1988, p. 188 ff.
23. Kursgevinstloven med kommentarer, 2004, p. 523.
24. I *Børjesson et al.: Kursgevinstloven med kommentarer*, 2004, p. 523, er denne metode illustreret med følgende eksempel: "*Den 1. oktober 2004 indgår et selskab en terminkontrakt om køb af GBP 10.000.000 til levering den 1. juli 2005. Den aftalte terminkurs er 12 kr. pr. GBP. Kontrakten har således en samlet anskaffelsespris på 12.000.000 kr. Ved udgangen af 2004 kan en tilsvarende terminkontrakt på GBP med leveringsdato den 1. juli 2005 indgås til terminkursen 11 kr. pr. GBP. Værdien af den oprindelige kontrakt er således faldet til 11.000.000 kr. Selskabet må således konstatere et urealiseret tab på 1.000.000 kr. Dette tab fradrages i selskabets skattepligtige indkomst for [2004]. På leveringstidspunktet den 1. juli 2005 er spotkursen på GBP 13 kr. Kontraktens afståelsesværdi udgør således 13.000.000 kr. Da værdien ved indkomstårets begyndelse var 11.000.000 kr., realiserer selskabet en gevinst på 2.000.000 kr., som skal medregnes i den skattepligtige indkomst for 2005.*"
25. Uanset denne sammenhæng bør en indskrænkende fortolkning af begrebet *tilsvarende* ikke udelukke, at man i mangel på bedre kan benchmarke mod en eller flere kontrakter, som ikke opfylder kravet om at være tilsvarende - dog således at den unoterede kontrakt ikke værdiansættes alene på baggrund heraf.
26. Jf. pkt. 143 i cirk. nr. 134 af 29. juli 1992 citeret i bemærkningerne til § 33 i lov nr. 439 af 10/6 1997 (L 194).
27. Jf. pkt. 139 i cirk. nr. 134 af 29. juli 1992 citeret i bemærkningerne til § 33 i lov nr. 439 af 10/6 1997 (L 194).

28. Optionsudvalget anfører ligeledes, at der ved værdiansættelsen skal tages højde for modpartens kreditværdighed, jf. betænkning nr. 1139/1988, p. 189. Kendetegnet ved børshandel er, at der handles med et såkaldt *clearinghus*, hvor dette indgår som et led mellem køber og sælger, der således ingen indbyrdes kontakt har. Den som *clearer* handlen på markedet er derfor kontrahenternes direkte modpart. Et clearinghus fungerer som en kreditgarant over for de handlende parter, som sikres mod tab i de tilfælde, hvor den egentlige modpart ikke opfylder sine forpligtigelser. Institutionen registrerer, overvåger, afstemmer og garanterer handlerne.
29. Jf. pkt. 142 i cirk. nr. 134 af 29. juli 1992 citeret i bemærkningerne til § 33 i lov nr. 439 af 10/6 1997 (L 194). Samme eksemplificering er anvendt i LV 2011-2 A.D.2.18.6.
30. Jf. pkt. 142 i cirk. nr. 134 af 29. juli 1992 citeret i bemærkningerne til § 33 i lov nr. 439 af 10/6 1997 (L 194). Se ligeledes TFS 1995, 197 LR (med rettelser i TFS 1995, 242 LR), hvor Ligningsrådet anvender formlen  $(H \times L \times R) / 100 = F$  ved beregning af værdien af tegningsretter, hvor; H = handelsværdien i pct. af exerciseprisen af det underliggende aktiv, L = løbetiden i måneder, R = diskontoen på tildelelingstidspunktet + 4 pct. reduceret med 50 pct., svarende til lånerenten efter skat og F = tegningsrettens værdi i pct. af markedskursen på det underliggende aktiv. Afgørelsen er principiel i relation til værdiansættelsesformlen, men er i øvrigt forældet, idet en tegningsret af den pågældende type typisk vil være omfattet af LL § 28 i dag og derfor ikke omfattet af KGL § 29. Samme beregningsprincip illustreres ligeledes af *Stenholdt* i TFS 1994, 167, hvor der dog anvendes en rente før skat.
31. Jf. bl.a. TFS 1995, 197 LR (med rettelser i TFS 1995, 242 LR). I de tilfælde, hvor Black and Scholes' prisfastsættelsesmodel af optioner anvendes, tages dog højde for de underliggende aktiers volatilitet samt indehaverens potentielle mulighed for ubegrænset gevinst men begrænset tab.
32. I finansieringsteorien er der udviklet modeller til prisfastsættelse af forskellige typer af derivater. Fælles for disse prisfastsættelsesmodeller er, at der er krav om en høj grad af viden om kursudviklingen på det underliggende aktiv for at kunne fastslå værdien af instrumentet med sikkerhed. Sådanne prisfastsættelsesmodeller kan i princippet anvendes i relation til kontrakter, hvor markedsværdien af enten kontrakten eller det underliggende aktiv er kendt. Anderledes er det dog, hvis hverken kontrakten eller det underliggende aktiv handles på et organiseret marked, hvor den praktiske anvendelse af disse metoder derfor må anses for udelukket. Se *Børjesson et al.* i Kursgevinstloven med kommentarer, 2004, p. 524, hvorefter der i skatteretlig henseende opstår en værdiansættelsesproblematik i relation til urealiserede kontrakter i de tilfælde, hvor hverken kontrakten eller det underliggende aktiv er børsnoteret. I sådanne tilfælde eksisterer det relevante datamateriale for at kunne anvende de finansielle værdiansættelsesmetoder ikke i tilstrækkelig grad. Se ligeledes *Rasmussen og Wittendorff*: Dansk rapport i Cahiers de droit fiscal international, Vol. LXXXb, Tax aspects of derivative financial instruments, 1995, p. 166, hvorefter: "*For unquoted forward contracts where the underlying asset is unquoted and for unquoted options to purchase and sell, the value can often be fixed on a rough estimate only*".
33. Jf. pkt. 143 i cirk. nr. 134 af 29. juli 1992 citeret i bemærkningerne til § 33 i lov nr. 439 af 10/6 1997 (L 194).
34. Jf. pkt. 143 i cirk. nr. 134 af 29. juli 1992 citeret i bemærkningerne til § 33 i lov nr. 439 af 10/6 1997 (L 194).
35. Svar på spørgsmål 32 til L 6 (vedtaget ved lov nr. 394 af 6/6 1991). Praksis m.v. i relation til den tidligere KGL § 8 E kan fortsat påberåbes ved fortolkning af KGL § 33, eftersom bestemmelsens materielle indhold ikke er ændret, jf. de almindelige bemærkninger til lov nr. 439 af 10/6 1997 (L 194).
36. Denne bemærkning beror formentlig på Optionsudvalgets udtalelse om værdiansættelse af illikvide kontrakter i betænkning nr. 1139/1988, p. 154. Optionsudvalget bemærker i denne forbindelse, at eftersom beskatning efter lagerprincippet indebærer en beskatning af markedsværdien af terminskontrakten på statustidspunktet, må konsekvensen være, at *illikvide terminskontrakter med ringe markedsværdi derfor ikke vil udløse en væsentlig beskatning*. Årsagen hertil er, at værdien af en illikvid terminskontrakt på statustidspunktet ikke kan opgøres som forskellen mellem terminsprisen og terminsprisen ved en tilsvarende kontrakt, reduceret med en diskonteringsfaktor. Derimod er værdien af terminskontrakten den pris, hvortil den kan afsættes, hvilket betyder, at en *illikvid terminskontrakt må ansættes til en væsentlig lavere værdi end en likvid kontrakt*.
37. Se ligeledes *Füchsel et al.*: Håndbog i Finansielle instrumenter, 1991, p. 114, hvorefter: "*Skønsusikkerheden må også kunne føre til, at to parter i samme kontrakt foretager en forskellig værdiansættelse*".
38. Det må dog ligge implicit i konsekvensen af, at finansielle kontrakter er et nul-sum spil, hvor den ene part alene opnår en gevinst på den andens bekostning og begge parter kan anlægge en *forsigtig værdiansættelse*. Derivater er instrumenter, som anvendes til at reallokere risiko mellem markedsdeltagerne. Eksistensen af et marked for derivater

- beror derfor på forskel i kontrahenternes forventninger til fremtiden, hvor det for begge parter gælder, at de enten modtager eller foretager en betaling, hvilket alene afhænger af prisudviklingen på det underliggende aktiv, jf. implicit *Smithson*: MCFJ, vol. 4, 1987, p. 18.
39. Svar på spørgsmål 32 til L 6 (vedtaget ved lov nr. 394 af 6/6 1991).
40. Spørgsmål 67 til L 6 (vedtaget ved lov nr. 394 af 6/6 1991).
41. I Optionsudvalgets anbefalinger til de nye regler om opgørelse af gevinster og tab på købe- og salgsretter bemærkes det, at størrelsen af den forpligtelse, som udstederen påtager sig, anses for at svare til køberettens værdi. Det foreslås derfor, at forpligtelsen ansættes til at beløb af samme størrelse, jf. betænkning nr. 1139/1988, p. 190. Dette forslag er ikke videreført i loven eller bemærkningerne hertil og kan således ikke anses som en ultimativ betingelse.
42. I overensstemmelse hermed anfører *Füchsel et al.* i Håndbog i Finansielle instrumenter, 1991, p. 114, at forsigtighedsprincippet må forstås således, at ligningsmyndighederne må acceptere den skattepligtiges værdiansættelse, medmindre den pågældende er gået uden for den skønssikkerhed, som kontrakten begrunder. Skønssikkerheden må også kunne føre til, at to parter i samme kontrakt foretager en forskellig værdiansættelse.
43. Dette er i øvrigt i overensstemmelse med det almindelige skatteretlige princip om, at parternes værdiansættelse lægges til grund, medmindre der handles med fordrejede priser. For kontrollerede transaktioner er dette direkte hjemlet i transfer pricing bestemmelsen i LL § 2, hvor der for øvrige transaktioner gælder en skærpet bevisbyrde, såfremt parterne er interesseforbundne eller i den pågældende situation ikke har modstridende interesser. Omvendt er der formodning for, at transaktioner mellem uafhængige parter er foretaget på markedsvilkår. I netop dette tilfælde, hvor parterne angiveligt kan fastsætte en markedsværdi, som for begge parter ikke nødvendigvis er ens, må bevisbyrden for, at denne værdi er korrekt, være skærpet.
44. Se bl.a. *Bolander* i TFS 2002, 916 om opgørelse af gevinster og tab på fordringer og gæld. Se ligeledes TFS 1988, 366 H, hvor samtlige højesteretsdommere var enige i, at der ved forældelse af gæld var opnået en indkomstskattepligtig fordel for skatteyderen. Et flertal på 6 af højesterettens 9 dommere fandt, at der ved fastsættelsen af den skattepligtige indkomst burde tages hensyn til skatteyderens betalingsevne på tidspunktet for forældelsen. Disse dommere fandt det imidlertid ikke i den foreliggende sag sandsynliggjort, at skatteyderens betalingsevne på forældelsestidspunktet var forringet på en sådan måde, at der var grundlag for at ansætte forældelsesfordelen til et lavere beløb end gældens nominelle størrelse. Med disse bemærkninger stadfæstedes landsretsdommen, hvorefter beskatningen skulle ske på grundlag af den forældede gælds nominelle størrelse. Her blev debitors værdi af gælden anset som den nominelle værdi og ikke lig kreditors værdi, som må være lig med 0 kr. grundet forældelsen.
45. Jf. pkt. 142 i cirk. nr. 134 af 29. juli 1992 citeret i bemærkningerne til § 33 i lov nr. 439 af 10/6 1997 (L 194), hvorefter langt de fleste kontrakter er baseret på gængse underliggende aktiver, hvorfor det formodes, at *involverede kontraktformidlere* i disse tilfælde vil være i stand til at levere oplysninger om værdien af kontrakterne.
46. Jf. pkt. 141 i cirk. nr. 134 af 29. juli 1992 citeret i bemærkningerne til § 33 i lov nr. 439 af 10/6 1997 (L 194), hvor det anføres, at såfremt der er tale om en valuta, der ikke er noteret, eller kontraktens løbetid ikke er i overensstemmelse med angivelserne i børslisterne, vil markedsværdien ofte kunne oplyses af *udstederen af den oprindelige kontrakt*.
47. Samme konklusion har *Børjesson et al.* i Kursgevinstloven med kommentarer, 2004, p. 524.
48. Jf. pkt. 144 i cirk. nr. 134 af 29. juli 1992 citeret i bemærkningerne til § 29 i lov nr. 439 af 10/6 1997 (L 194).
49. Om dette er lovgivers hensigt med denne bemærkning, fremgår ikke klart. Derimod er der ikke tvivl om, at Optionsudvalget finder det hensigtsmæssigt, at der er overensstemmelse mellem den regnskabsmæssige og skattemæssige opgørelse, jf. betænkning nr. 1139/1988, p. 189.
50. En analyse af den regnskabsmæssige værdiansættelse af derivater ligger uden for afgrænsningen af denne artikel. Se eksempelvis *Tomczyk og Voss*: RR 1998.11, p. 7 ff.; *Conlon og Aquilino*: Principles of Financial Derivatives U.S. & International Taxation, Thompson, 2010, kapitel. A5; *Peters*: DFI, Special Issue, 2010, p. 2; *Van Der Lof og Laan*: DFI, Special Issue, 2010, p. 3 ff.; *D'Amelio et al.*: DFI, Special Issue, 2010, p. 11 ff.; *Lutz og Vosse*: DFI, Special Issue, 2010, p. 17 ff.; *Haworth og Hollis*: DFI, Special Issue, 2010, p. 23 ff.; *Joseph*: DFI, Special Issue, 2010, p. 30 ff.
51. Med *timing arbitrage* skal her forstås muligheden for at opnå en risikofri gevinst i form af skatteudskydelse, hvilket netop er årsagen til indførelsen af KGL § 33 [tidligere § 8 E], jf. bemærkningerne til § 1, nr. 18 i lov nr. 392 af 6/6 1991 (L 6-2) samt bemærkningerne til den eksisterende bestemmelse vedtaget ved lov nr. 439 af 10/6 1997 (L 194). *Timing arbitrage* er i den internationale skattelitteratur også refereret til som "*Selective realization*", "*Risk arbitrage*" og "*the Timing option*", jf. *Edgar*: The Income Tax Treatment of Financial Instruments: Theory and Prac-

52. Jf. bl.a. *Edgar*: The Income Tax Treatment of Financial Instruments: Theory and Practice, 2000, p. 88; *Gergen*: 49 Tax L. Rev. 209, 1994, pp. 209-269, og *Strnad*: 99 The Yale Law Journal, 1994, pp. 1868-1885.
53. Dette er netop årsagen til, at der i dansk skatteret gælder et lagerprincip ved beskattning af finansielle kontrakter efter KGL § 33 [tidligere § 8 E], jf. bemærkningerne til § 1, nr. 18, i lov nr. 392 af 6/6 1991 (L 6-2) samt bemærkningerne til den eksisterende bestemmelse vedtaget ved lov nr. 439 af 10/6 1997 (L 194).
54. "Substance over form" er en samlet betegnelse for spørgsmålet om, hvorvidt en transaktion er reel eller fiktiv og hvorvidt transaktionen har økonomisk realitet/konsekvenser før skat, jf. eks. *Kleinbard*: 69 Tex. L. Rev. 1319, 1991, p. 1358. Denne doktrin tillader skattemyndighederne og domstolene at håndhæve skatteloven således, at man under visse betingelser kan se bort fra individuelle "dele" af en transaktion og i stedet beskatte hele/den samlede transaktion i overensstemmelse med dens overvejende effekt (*overall effects*). Denne doktrin følger af amerikansk skatteret (se eksempelvis *Knetsch mod United States*, 364 U.S. 361 (1960)), hvor den danske pendant er *realitetsgrundsætningen*. Det skal dog bemærkes, at der i dansk skatteretlig litteratur ikke er en generel accept af realitetsgrundsætningen, idet det er fremført, at samme resultater kan opnås ved traditionel lovfortolkning. Nærværende artikel afstår fra en stillingtagen hertil. I debatten herom skal dog særligt fremhæves *Pedersen*: Tfs 2000, 192 og samme i UfR 2008 B 197 og UfR 2009 B 220; *Friis Hansen* i UfR B 107 og UfR 2008 B 378 samt *Dam*, Rette indkomstmotager, 2005, pp. 451-456.
55. Jf. *Laukkanen*: Taxation of Investment Derivatives, 2007, p. 231.
56. Det følger af *Laukkanen*: Taxation of Investment Derivatives, 2007, p. 135, at der synes at være stor tilknytning til *Haig-Simons incomeconcept*, som optimale middel mod denne udnyttelsesmulighed. Se *Haig*: The Federal Income Tax, New York, 1921 og *Simons*: University of Chicago Press, 1938. Samlet om Schanz, Haig, Simons og konceptet indkomst se *Laukkanen*: Taxation of Investment Derivatives, 2007, p. 78 ff.
57. Jf. *Edgar*: The Income Tax Treatment of Financial Instruments: Theory and Practice, 2000, p. 115, samt *Hilling*: Income Taxation of Derivatives and other Financial Instruments - Economics Substance versus Legal Form, 2007, p. 175, med henvisning til *Schön*: 58 Tax L. Rev. 111, 2005, pp. 111-148, som fremhæver likviditetsbyrden og værdiansættelsesproblemet. *Lang* anfører at "[t]he accrual method causes the uncertainty of asset valuation" i The Influence of Tax Principles on the Taxation of Income from Capital i *EssersogRijkers*: The notion of Income from Capital. IBFD Amsterdam, 2005, p. 30. Se ligeledes *Laukkanen*: Taxation of Investment Derivatives, 2007, p. 141, med henvisninger. Ifølge forfatteren er der ingen betydningsfulde alternativer til lagerprincippet i relation til beskattning af finansielle derivater eller instrumenter og *Laukkanen* er tilhænger af, at man ved skatteansættelsen af urealiserede gevinster med fordel kan anvende regnskabsværdien, jf. Op. cit., p. 398 ff. For andre og mere kritiske synspunkter se bl.a. *Schenk*: 57 Tax L. Rev. 355, 2004, pp. 355-396; *Hasen*: 57 Tax L. Rev., 2004, pp. 397-481, og *Brown og Bulow*: The Definition of Taxable Business Income i *Pechman (ed.)*: Comprehensive Income Taxation, 1977, p. 248. Ifølge *Brown og Bulow* kan Haig-Simons konceptet nemt implementeres på markeder med fuldkonkurrence, eftersom sådanne markeder tilvejebringer den fornødne information til at foretage værdiansættelse, hvorimod lagerprincippet er mere vanskeligt at implementere på markeder med ufuldstændig konkurrence.
58. Fysiske personer skal som udgangspunkt fortsat anvende realisationsprincippet ved opgørelse af gevinst og tab på aktier. For selskaber anvendes lagerprincippet som den generelle hovedregel med mulighed for at anvende realisationsprincippet ved opgørelse af gevinst og tab på porteføljeaktier, der ikke er optaget til handel på et reguleret marked eller på en multilateral handelsfacilitet, jf. ABL § 23.
59. For fysiske personer anvendes realisationsprincippet fortsat dog med mulighed for at vælge lagerprincippet for obligationer, der er optaget til handel på et reguleret marked, jf. KGL § 25, stk. 1, jf. stk. 2. Det samme er gældende for selskabers gevinster og tab på gæld, jf. KGL § 25, stk. 1, jf. stk. 4. Derimod underlægges selskabers gevinster og tab på fordringer en obligatorisk lagerbeskattning, såfremt fordringerne ikke kan kvalificeres som koncernfordringer eller vederlagsfordringer, jf. KGL § 25, stk. 3.
60. Ændringerne i aktieavancebeskatningsloven og kursgevinstloven blev vedtaget som henholdsvis § 1 og § 11 i lov nr. 525 af 12/6 2009 (L 202).
61. Se *Dyppel*: Tfs 2010, 804 for mere herom.
62. Det kan dog ikke udelukkes, at en sådan fortolkning øger muligheden for timingarbitrage.