

Skatteministeriet  
- pskper@skm.dk  
- pskerh@skm.dk  
- jlv@skm.dk

København, 25. marts 2009

## **Bemærkninger vedr. ”Forslag til Lov om ændring af personskatteloven og andre love (Forårspakke 2.0 – Vækst, klima, lavere skat)”**

NASDAQ OMX København, herefter Fondsbørsen, har modtaget Skatteministeriets udkast til lovforslag om skattereform, og har i den forbindelse med tilfredshed noteret sig, at udkastet berører nogle af de uhensigtsmæssigheder, der eksisterer vedr. beskatning af selskaber i forhold til derivater. I samme forbindelse vil vi dog indtrængende opfordre til en revision af de for private investorer asymmetriske og komplicerede skatteregler for aktiebaserede derivater og introducere enhedsbeskatning med følgende ræsonnement:

- De nuværende skatteregler hindrer i praksis, at private investorer – i modsætning til øvrige investorgrupper - kan afdække aktieinvesteringer.
- De nuværende skatteregler er usammenhængende og komplicerede - særligt for den private investor. Beskatningen sker i praksis efter tre forskellige regelsæt.
- De danske skatteregler er unødigt restriktive sammenlignet med de øvrige nordiske lande.
- De nuværende regler hindrer derivaters naturlige understøttelse af aktiemarkedet og begrænser derved likviditeten og en effektiv kapitalformidling.
- Indførelse af en enhedsbeskatning kræver ingen finansiering – men vil tværtimod generere yderligere skatteindtægter.

### ***Privates manglende mulighed for risikostyring***

Derivater har stor betydning for private investorers mulighed for at styre risici på aktieinvesteringer. Optioner og futures giver private investorer mulighed for at begrænse risiko og motiverer dermed til investering i aktier også i perioder med svingende aktiekurser. En ændret beskatning vil give den private investor samme muligheder for at styre risiko på aktieinvesteringer, som professionelle investorer har i dag og dermed en højere grad af sikkerhed i investeringerne. Private investorers opsparing vil derved på grund af den større sikkerhed i højere grad blive placeret i aktier til gavn for såvel investor, som de virksomheder, der får kapital via Fondsbørsen.

Igennem en årrække er skatte- og placeringsreglerne for aktiebaserede derivater blevet liberaliseret med muligheder for at anvende derivater til afdækning af aktieinvesteringer for alle investorgrupper bortset fra de private investorer. Som direkte konsekvens af de kraftige kursfald på aktiemarkederne i forbindelse med 11. september 2001 og IT-boblen, blev det fundet nødvendigt at liberalisere skattereglerne om tab på aktier og aktiederivater for pensionssektoren. Frem til 2001 var pensionssektoren i vidt omfang forhindret i at foretage en afdækning af aktieinvesteringerne, hvilket var på grænsen til at blive et samfundsmæssigt problem. Behovet for afdækning fik endvidere

Finanstilsynet til i 2003 at ændre placeringsreglerne, så Forsikrings- og Pensionssektoren fik mulighed for at afdække deres aktiebeholdninger. I 2004 fik også investeringsforeninger mulighed for at anvende aktiederivater i deres porteføljer, netop for at kunne modstå turbulente perioder, som kendetegner aktiemarkedet nu. Der er således et samfundsmæssigt behov for at kunne afdække aktierisici.

### ***Privates mulighed for afdækning i et nordisk perspektiv***

I de øvrige nordiske lande blokerer skattereglerne ikke for private investorers mulighed for at afdække aktieinvesteringer. I både Sverige, Norge og Finland er det således muligt for den private investor at modregne tab og gevinst på optioner og aktier mod hinanden. En nærmere illustration af den betydelige forskel mellem Danmark på den ene side og det øvrige Skandinavien på den anden er illustreret i bilag A.

Det er Fondsbørsens klare holdning, at private investorer - som det er tilfældet i blandt andet vore nabolande – bør kunne anvende aktiebaserede derivater til afdækning af aktieinvesteringer. Det synes ulogisk, at skattereglerne behandler afdækning af en investering isoleret i nogle situationer, da dette strider med hele formålet med afdækkede forretninger. Det synes derimod logisk, at beskatningen af aktiebaserede derivater ses i sammenhæng med den skattemæssige behandling af det underliggende aktiv, som det er tilfældet i de andre nordiske lande. Den eksisterende beskatningsmodel for afdækkede forretninger har en negativ incitamentsstruktur, når en forretning f.eks. giver et afkast før skat på 23.400 kr., men efter skat giver et tab på op til 89.526 kr., illustreret med eksemplet i bilag A.

### ***Et velfungerende derivatmarked = Et forbedret aktiemarked***

De internationale aktiemarkeder har alle et veludviklet marked for noterede aktiebaserede derivater. Optioner og futures er netop blevet så populære på det globale plan, fordi de er med til at understøtte aktiemarkederne og give investorerne et nødvendigt værktøj til at styre deres investeringer. Derivatmarkedernes vigtighed og samfundsmæssige betydning illustreres ved, at de flere steder er på størrelse med aktiemarkederne.

### ***Fremtidige skatteindtægter***

De komplicerede og asymmetriske skatteregler udgør en signifikant barriere for at få et velfungerende derivatmarked i Danmark. En enkel og symmetrisk beskatning vil efter vores opfattelse indebære en betydelig stigning i de private investorers anvendelse af derivater til risikoafdækning sammenholdt med det nuværende niveau – der i et både Skandinavisk og globalt perspektiv er næsten ikke-eksisterende. Det er vores vurdering, at en øget anvendelse af derivater og en styrket aktiekultur endda vil have positive provenumæssige konsekvenser for staten, hvorfor en liberalisering af skattereglerne ikke blot ville være til gavn for private investorers muligheder for risikoafdækning, men også er en potentiel skatteindtægtskilde i et samfundsøkonomisk perspektiv.

### ***Forslag til symmetrisk beskatning af aktiebaserede finansielle kontrakter***

Vi forstår, der nu indføres en form for enhedsbeskatning af porteføljeaktier for selskaber, men at dette ikke er tilfældet for personer. Vi vurderer, at vi med nedenstående forslag har tilstræbt at imødekomme de hensyn, der tidligere er drøftet med Skatteministeriet.

Den seneste tid har netop vist, at private investorer har behov for at anvende aktiebaserede derivater i forbindelse med afdækning af deres aktieportefølje. Eksemplet i bilag A viser, som nævnt ovenfor, at de nuværende skatteregler er en hindring for private investorers afdækning af risici. Her illustreres hvordan en afdækning, som før skat giver et positivt resultat, kan resultere i et negativt resultat efter skat.

### *Forslag*

Vi foreslår følgende til indarbejdelse i kursgevinstlovens § 30 og § 32 om personers investering i finansielle kontrakter, også kaldet derivater - med tilsvarende justering i aktieavancebeskatningsloven:

Aktiebaserede derivater bør beskattes sammen med den underliggende aktie og dermed omfattes af aktieavancebeskatningsreglerne, når

1. Kontraktens bærende element er markedsrisikoen på en eller flere aktier eller et aktieindeks, hvori de afdækkede aktier indgår
2. Kontrakten ikke indeholder elementer af andre underliggende aktiver
3. Kontraktens løbetid ikke overstiger en løbetid på 1 år ved indgåelsestidspunktet
4. Der ikke er indgået modgående kontrakter
5. Evt. at kontrakten er børsnoteret og afdækker risikoen på børsnoterede aktier.

Forslaget har til formål, at sikre sammenhæng og symmetri, når privatpersoner eksempelvis ønsker at afdække risikoen på en aktieinvestering.

Når betingelserne er opfyldt, indebærer forslaget, at kontrakter indgået med henblik på afdækning af aktier undergives aktieindkomstbeskatning.

Finansielle kontrakter kan imidlertid udformes med mange variationer. De betingelser, der stilles til de rene aktiebaserede kontrakter skal sikre, at afkastkomponenter som rente-, valuta- og råvarekontrakter m.v., der beskattes som kapitalindkomst, ikke via udformningen af kontrakter indbygges i aftaler, der beskattes som aktieindkomst og derved undergives en mere lempelig beskatning.

### *Betingelse 1 og 2*

Der foreslås en afgrænsning til sikring af, at kun rene aktiebaserede derivater er omfattet, mens forskellige kombinationsprodukter ikke kan omfattes, uanset om en afdækning af markedsrisiko på aktier er et element i kontakten. Det gælder eksempelvis kontrakter, hvori der indgår elementer, hvorefter afregningen på udløbsdagen afhænger af valutakurser, olie- og elpriser m.v.

Derimod er det ikke i strid med betingelserne for aktiebeskatning, at den underliggende aktie er denomineret i en valuta, når den finansielle kontrakt blot følger aktiekursudviklingen inklusive valutakurselementet, der knytter sig denne aktieinvestering.

Der vil i finansielle kontrakter være et iboende element af rente, fordi der i prisfastsættelsen tages højde for, at betalingen sker på et fremtidigt tidspunkt, ligesom der for en præmiebetaling tages højde for en forrentning heraf, som uddybet herunder.

Præmien på en option bestemmes af forventningerne til den fremtidige kurs, "aftalekursen", på det underliggende aktiv, og er dermed en kapitalisering af markedsrisikoen udtrykt ved den forventede kursforskel.

Køberen af et derivat betaler allerede på aftaletidspunktet for denne fremtidige kursforskel, og som følge af denne tidsforskel er der et renteelement indregnet i præmien, dvs. en tilbagediskontering af præmien til aftaletidspunktet, da der i præmien vil skulle indregnes den forrentning, som sælgeren kan opnå af placeringen af præmien i løbetiden til almindelig pengemarkedsrente, f.eks. CIBOR renten.

Renteelementet findes i alle finansielle aftaler, hvori optræder fremtidige betalinger. Renteelementet strider ikke mod begrænsning 1 og 2, når renteelementet er uvæsentligt.

For at opnå et nominelt betydeligt renteelement, skal der konstrueres produkter med præmier, der er meget store både nominelt og relativt. Herved vil kontraktens bærende element imidlertid ikke længere være markedsværdien på aktier, og kontrakten undergives kapitalindkomstbeskatning.

### *Betingelse 3*

For meget lange løbetider kan renteelementet også for almindelige aktiekontrakter få en betydning.

Til afgrænsning heraf vil betingelsen om, at aktieelementet er bærende ikke være tilstrækkeligt præcist.

Derfor foreslås, at de aktiebeskattede finansielle kontrakter i tillæg til de øvrige krav ikke må have en løbetid på mere end 1 år.

I praksis har langt hovedparten af almindeligt anvendte aktiebaserede finansielle kontrakter en løbetid på et år eller derunder.

Begrænsningen, hvorefter reglerne udelukkende omfatter kontrakter, som på indgåelsestidspunktet har en løbetid på et år eller derunder, fjerner praktisk talt alle de instrumenter, hvor private investorer ved kombination af aktier og aktiederivater kan flytte renteindtægt til den lavere aktieavancebeskatning.

Dog vil salgsretter, hvor der er meget stor forskel mellem aftalekursen (betydeligt højere end aktiekursen) og kursen på aktien på indgåelsestidspunktet, kunne skabe renteindtægter selv ved en løbetid på under et år. Et sådan instrument må betegnes som stort set risikofrit i forhold til markedsudviklingen for aktien, da der er meget begrænset sandsynlighed for, at aktiekursen kommer til at overstige den pris, som investor kan sælge aktien til, og derved er kun renteelementet tilbage.

Et ekstremt eksempel på udformningen af en pengemarkedsplacering kunne være:

Udgør aktuel markedsværdi på en aktie 100 og indgås en put option på at kunne sælge aktien til 1000 efter 3 år, kunne optionens værdi i dag udgøre 800 svarende til, at der om 3 år ventes at kunne hjemtages en gevinst på 900, mens betydningen af aktiekursudviklingen er minimal. Dvs. at der reelt snarere er tale om en pengemarkedsplacering, der skattemæssigt bør behandles som sådan.

Kontrakten vil da heller ikke efter de opstillede kriterier kvalificere til aktiebeskatning, fordi det bærende element så langt fra er markedsrisikoen på aktier, og fordi løbetiden, der er afgørende for at få en renteeffekt, overstiger 1 år.

Ved dels at begrænse kontraktens natur til at have aktierisikoen som det bærende element, og dels at begrænse løbetiden for aktiebeskattede kontrakter til 1 år, gøres elementet af iboende rente meget begrænset.

### *Modgående kontrakter*

For at sikre symmetri og sammenhæng mellem beskatningen af derivater og de underliggende aktier, skal personer anvende et realisationsprincip ved opgørelsen af gevinst og tab på derivatet.

Anvendelsen af realisationsprincippet indebærer en risiko for, at personer "ruller" indkomst fra indkomstår til indkomstår ved oprettelse af modgående kontrakter, hvor gevinsten på den ene kontrakt

udlignes af et tilsvarende tab på den anden kontrakt. Ved indkomstårets udløb realiseres den tabsgivende kontrakt, mens den modsvarende kontrakt med gevinst først realiseres umiddelbart efter indkomstårets udløb. Samlet går indkomsten for personen i nul, men som følge af skattelovgivningens almindelige periodiseringsregler opnår personen et fradragsberettiget tab i indkomståret, der først udlignes af den modsvarende gevinst året efter. Personen har dermed "rullet" sin indkomst til året efter, hvor øvelsen eventuelt kan gentages.

For at undgå denne situation foreslås et forbud mod modgående kontrakter, hvorved indgåelse af sådanne indebærer, at afkastet af begge kontrakter behandles efter kursgevinstlovens regler.

Tilsvarende bør der indsættes en bestemmelse, hvorefter en investor, der har urealiserede gevinster på aktier ved udgangen af indkomståret og har realiseret tab afdækningskontrakter (salgskontrakter), alene kan fremføre tabet til modregning i gevinster. Ønskes det ikke at gå ind i en definition af, hvornår en kontrakt er en afdækningskontrakt, kunne anvendes den allerede kendte definition af salgskontrakter. Udskydelsen af tabsfradraget bør alene ske så længe, der ved udgangen af et indkomstår er urealiserede tab på aktier. Tilsvarende gør sig gældende i den omvendte situation med gevinst på kontrakten og tab på aktien.

#### *Behov for yderligere værn?*

De ovenstående 4 begrænsninger vurderes egentlig at være tilstrækkelige til at få regelsættet til at fungere i det aktuelle marked. Vurderer Skatteministeriet imidlertid, at kriteriet, hvorefter kontraktens bærende element skal være aktierisikoen, ikke er tilstrækkeligt i en afgrænsning af, hvad der kunne udvikles i fremtiden kan der indsættes en yderligere mere kvantitativ afgrænsning.

Aktiebaserede derivater omfattes af aktieavancebeskatningsreglerne, når

- 1 En forud fastlagt betaling, herunder præmiebetaling på kontrakter, ikke overstiger 25% af markedsværdien på den underliggende aktie eller indeks på indgåelsestidspunktet. En præmie kan dog altid udgøre 25 kr. pr. kontrakt på en underliggende aktie.

For at hindre, at der opstår tvivl om, hvornår aktien er det bærende element kan indsættes en maksimering af præmien. Præmien på et derivat må herefter ikke overstige et beløb, der svarer til 25 % af kursen på den underliggende aktie. For ikke at hindre et effektivt derivatmarked for aktier med relativt lave kurser, gælder denne maksimalpræmie ikke aktier med en kurs under 100 (ofte kriseramte virksomheder), idet præmien altid kan udgøre 25 kr. pr. kontrakt på en underliggende aktie.

Begrænsningerne, hvorefter aktierisikoen skal være det bærende element og løbetiden ikke kan overstige et år, sikrer som vi ser det, at reglen om 25 kr. ikke bør kunne misbruges, selv hvis man indgik en aftale vedrørende en aktie med en lille styk-størrelse.

Vurderer skatteministeriet der yderligere bør ske en afgrænsning kunne indføres en begrænsning således at kun traditionelle produkter omfattes. Det kunne gøres med krav om, at

- 1 derivaterne er optaget til handel på et reguleret marked, og afdækker risikoen på konkrete børsnoterede aktier
- 2 modparterne er centrale modparter (clearinghuse) eller institutioner, der er underkastet tilsyn og tilhører de kategorier, som Finanstilsynet har godkendt

Ovenstående begrænsninger kan sikre, at alene traditionelt handlede finansielle instrumenter bliver omfattet. Derved kan sikres, at der kun udformes produkter, som har en bred investor interesse og ikke særlige instrumenter for den enkelte investor.

Fondsbørsen mener dog ikke, at disse begrænsninger er nødvendige, da de andre begrænsninger anses for at være tilstrækkelige, men anerkender at begrænsningerne vil følge aktieavancebeskatningslovens generelle systematik.

Som tidligere påpeget mener vi, at de komplicerede og asymmetriske skatteregler udgør en signifikant barriere for at få et velfungerende derivatmarked i Danmark. En enkel og symmetrisk beskatning vil efter vores opfattelse indebære en betydelig stigning i de private investors anvendelse af derivater til risikoafdækning sammenholdt med det nuværende niveau – der i et både Skandinavisk og globalt perspektiv er næsten ikke-eksisterende. Det er vores vurdering, at en øget anvendelse af derivater og en styrket aktiekultur endda vil have positive provenumæssige konsekvenser for staten, hvorfor en liberalisering af skattereglerne ikke blot ville være til gavn for private investors muligheder for risikoafdækning, men også er en potentiel skatteindtægtskilde i et samfundsøkonomisk perspektiv.

Vi står til rådighed for en drøftelse af forslaget.

Med venlig hilsen



Hans-Ole Jochumsen  
President, NASDAQ OMX Nordic Exchange

### ***Skattemæssige implikationer i Danmark vs. Skandinavien ved Vestas-handel***

I følgende eksempel er anvendt en såkald *protective put*. Det er en populær strategi, hvorved investorer kan forsikre deres eksisterende aktieportefølje mod prisfald. Man ejer således nogle aktier, i det følgende eksemplificeret ved Vestas-aktier, man tror på kan stige. Investor har dog, som mange investorer i øjeblikket, en bekymring for fald og forsikrer derfor sin portefølje med put-optioner. Altså rettigheder til at sælge aktierne til en mindstepris. Denne pris kan f.eks. være den aktuelle dagskurs.

- Investor A har købt 7.000 Vestas aktier til en kurs på 420 kr. Kursen på Vestas er pt. 440, og investor A tror, at Vestas vil stige over dette kursniveau, men er dog som følge af den seneste udvikling på det danske aktiemarked bange for, at det kunne gå den anden vej for Vestas.
- Investor A har derudover 100.000 kr. og for at reducere risikoen på aktieinvesteringen, køber han 66 put optioner (svarer til 6.600 aktier). Put optionerne har en aftalekurs på 440 og koster 15 kr.
- Desværre går det ikke, som investor A antog, idet Vestas-aktien falder med 10% til kurs 396, og investor A har nu ikke længere den samme tiltro til Vestas som tidligere og ønsker derfor at lukke sine Vestas investeringer ned. I nedenstående tabel ses, hvordan gevinst/tab efter skat vil være i henholdsvis Danmark, Sverige, Finland og Norge. Investeringen ses isoleret, og der tages således ikke højde for andre investeringer eller fradragsmuligheder, investor måtte have.

*Tabel. Oversigt over beskatning af børsnoterede aktier og aktiebaserede optioner for enkeltpersoner*

Danmark	Optionen beskattes som kapitalindkomst (32%-59%). Aktien som aktieindkomst (28%/43%/45%). Modregning ikke mulig mellem tab og gevinst på aktier og aktiebaserede derivater
Sverige	Begge beskattes som kapitalindkomst (30%). Modregning af tab og gevinst mulig mellem visse aktier og noterede derivater. 70 pct. af overskydende tab kan modregnes i anden kapitalindkomst (f.eks. renteindtægter).
Finland	Begge beskattes som kapitalindkomst (28%). Modregning mulig. Ingen særlig sondring mellem indkomst fra derivater og indkomst fra andre aktiver. Der er endvidere en vis modregningsadgang i andre kapitalgevinster
Norge	Begge beskattes som indkomst (28%). Modregning mulig. Ingen særlig sondring mellem indkomst fra derivater og indkomst fra andre aktiver

Optionens markedsværdi på udnyttelsestidspunkt $(440-396)*66*100$	290.400
Anskaffelsessum $(15*66*100)$	99.000
<b>Gevinst på optioner</b>	<b>191.400</b>
Aktiernes afståelsessum $(396*7000)$	2.772.000
Aktiernes anskaffelsessum $(420*7000)$	2.940.000
<b>Tab på aktier<sup>1</sup></b>	<b>-168.000</b>
<b>Samlet gevinst før skat</b>	<b>23.400</b>

<sup>1</sup> Tabet på børsnoterede aktier kan efter de gældende regler i aktieavancebeskatningsloven anvendes til modregning i udbytter, gevinst og tilbagesalg vedrørende børsnoterede aktier. Vi er bevidst om, at Skatteministeren har fremsat et lovforslag (L86 2007/08), der såfremt det vedtages udvider adgangen til at fradrage tab på børsnoterede aktier, der konstateres d.1.1.2009 og senere. Skatteværdien af tabet på aktier vil efter disse regler udgøre 66.543 kr. forudsat at investor er ugift og ikke har anden aktieindkomst, hvorefter samlet gevinst/tab efter skat i eksemplet vil udgøre -22.983 kr./+11.469 kr. Lovforslaget er efter vores opfattelse et skridt i den rigtige retning med henblik på at understøtte den danske aktiekultur, men eliminerer på ingen måde de risici, der følger af den asymmetriske beskatning af aktier og aktiederivater

	Danmark		Sverige	Finland	Norge
	59%	32%	30%	28%	28%
Skat af gevinst på option (191.400*skattesats)	112.926	61.248			
Gevinst på option efter skat	78.474	112.926			
Skat af samlet investering (23.400*skattesats)			7.020	6.552	6.552
<b>Samlet tab/gevinst efter skat</b>	<b>-89.526</b>	<b>-55.074</b>	<b>16.380</b>	<b>16.848</b>	<b>16.848</b>

I ovenstående figur ses afkastet for den samlede investering efter skat. Som vist indebærer skattereglerne, at en privat investor i Danmark ikke har tilnærmelsesvist samme mulighed for at beskytte sig og udnytte sin forsikring mod tab på grund af den manglende mulighed for modregning af tab på aktier mod gevinst på optioner.