

Beskatning af futures og optioner

Af Jørgen Egelund og Michael Møller

Resumé

Udviklingen på de finansielle markeder medfører, at nye kontraktsformer og værdipapirformer får hastig stigende udbredelse, deriblandt futures og optioner på forskellige underliggende værdipapirer. Et problem herved er, at den danske skattelov ikke er tilpasset disse nye instrumenter. Det gør dels, at der er ganske stor usikkerhed om den skattemæssige behandling af disse instrumenter, dels at gældende praksis ikke nødvendigvis er særlig hensigtsmæssig.

Det er imidlertid langt fra uproblematisk at foreslå nye skatteregler for disse instrumenter, der på én gang er enkle, éntydige og hensigtsmæssige i den forstand, at de hverken giver mulighed for skattearbitrage eller slår markedet for de nye instrumenter »ihjel«. Valget af skatteregler for disse nye instrumenter må derfor ske på en ret pragmatisk måde, hvor man forsøger at afveje fordele og ulemper, istedet for at man forsøger at konstruere de »rigtige« skatteregler. Det er derfor ganske sandsynligt, at det efter en ret kort årrække bliver nødvendigt at ændre reglerne igen – nøjagtig som det skete med realrenteafgiften.

1. Indledning

Den danske statsskattelov er fra 1903, dvs. fra en tid, hvor verden var noget enklere end idag. Denne lov indeholder fortsat de centrale definitioner af indkomstbegreber, hvad der anses som fradragberettigede driftsomkostninger og hvad der omfattes af ikke skattepligtige formuegevinster- og tab. Der er så i tidens løb opstået love, der på en række specialområder indeholder bestemmelser om f.eks. beskatningen af forskellige typer af aktiver, såsom aktier, fordringer m.v.

Det er imidlertid klart, at det herved fremkomne skattesystem ikke er fuldstændig konsistent. Alene det forhold, at man i flere af disse love ikke arbejder med en fuldstændig symmetrisk beskatning og ikke anvender samme asymmetriske model i de forskellige love medfører, at skattesystemet ikke får den sammenhængende karakter, som man måske ud fra en mere ideel betragtning måtte tilstræbe. I en lang række tilfælde er der tale om en afvejning, hvor teoretiske hensyn taler for én udformning af skattesystemet, mens praktiske og ikke mindst politiske hensyn taler for en anden. Dertil kommer, at lovgivningen af gode grunde ikke er særlig gennemtænkt for så vidt angår områder, der var fuldstændig betydningsløse ved de enkelte loves vedtagelse.

De finansielle markedet har i de senere år været præget af en betydelig vækst, med stadig introduktion af nye finansielle instrumenter og af en væsentlig kvantitativ udvidelse af anvendelsen af instrumenter, der før kun spillede en ganske inferior rolle. Medvirkende årsager hertil har været dels liberaliseringen af valuta-reglerne, dels udviklingen i EDB-anvendelsen og det hermed forbundne fald i transaktionsomkostningerne på en del finansielle markeder.

For en lang række af disse finansielle instrumenter gælder, at der både har været tvivl om, hvorledes de gældende skatteregler egentlig var for forskellige skatteydere, der brugte disse instrumenter, og om, hvorvidt de gældende skatteregler var hensigtsmæssige.

Skatteminister Isi Foighel nedsatte derfor i 1987 et udvalg, der for disse nye instrumenter (futures, optioner, swaps m.v.) skulle:

- beskrive de gældende skatteregler og vurdere, hvorvidt disse var hensigtsmæssige
- i tilfælde af, at reglerne ikke var hensigtsmæssige, fremsætte forslag til nye regler

Udvalget har i skrivende stund endnu ikke afgivet betænkning, men den vil være fremkommet, inden denne artikel offentliggøres.

Formålet med denne artikel er derfor at beskrive de *overvejelser*, der må indgå ved fastlæggelsen af skatteregler for først og fremmest terminskontrakter, futures og optioner (disse begreber antages velkendte og skal ikke defineres) både på obligationer, aktier, valuta og råvarer.

Det bemærkes, at i de gennemgående eksempler betragtes udelukkende futures og terminskontrakter (det vil være nødvendigt i det store og hele at beskatte terminkontrakter med og uden levering efter nøjagtig samme princip). Ellers vil skatteyderen ved kontraktens udløb kunne vælge afhængig af resultatet, om dette skal beskattes efter det ene eller det andet princip), men ikke optioner. Den principielle problemstilling er nøjagtig den samme, og den valgte fremgangsmåde gør det væsentlig lettere at vise paralleliteten mellem at handle i de ny instrumenter og at handle i det underliggende aktiv.

Konklusionen i artiklen er først og fremmest, at det er formålsløst at lede efter et »rigtigt« skattesystem og at stille *absolutte* krav til skattereglerne, f.eks. i form af konsistenskrav. Det er ikke muligt på grundlag af de eksisterende regler for beskatning ved handel med det underliggende aktiv at udlede konsistente regler for, hvorledes handel med futures og optioner skal beskattes, afhængig af investor og underliggende aktivtype.

Valget af, hvilke skatteregler, der bør vælges, må afhænge af meget pragmatiske overvejelser. Og det kan derfor ikke udelukkes, at reglerne inden for en kortere årrække skal ændres,

da der er vide muligheder for fejlskøn i forbindelse med afvejning af fordele og ulemper ved de forskellige mulige skatteregler.

2. Kravene til skattereglerne

De krav, der ideelt set må stilles til skattereglerne, er meget simple. De er først og fremmest:

- 1) Reglerne skal være enkle
- 2) Skattereglerne skal umuliggøre skatteundgåelse
- 3) Skattereglerne skal umuliggøre skatteunddragelse
- 4) Ens transaktioner skal beskattes ens

De første 4 krav giver sig selv. Skattereglerne skal være enkle, både af hensyn til borgerne og skattevæsenet. De skal forhindre, både at borgerne på lovlig vis undgår/udskyder skat, som det var lovgivers intention, de skulle betale (dvs. først og fremmest et krav om, at skattearbitrage ikke skal være mulig), men også, at det er for let for borgerne ved at overtræde loven at unddrage sig skattebetaling. Dvs. vanskeligt kontrollerbare regler bør undgås.

Det femte krav hænger sammen med de foran nævnte, men er ikke sammenfaldende hermed. Kravet går i al sin enkelthed ud på, at skattereglerne ikke må begunstige en markedsform (et instrument) i forhold til en anden. Et eksempel kan belyse problemstillingen:

En privat investor kan optage et tre måneders lån i sin bank og købe obligationer her og nu, som så sælges om tre måneder for at tilbagebetale lånet.

Alternativt kan han indgå en terminskontrakt eller en futureskontrakt med 3 måneders løbetid.

De nævnte transaktioner er praktisk talt ens i deres *økonomiske* indhold. Investor påtager sig en risiko, hvor han får gevinst, hvis kurserne går op og et tab, hvis de går ned.

En privat skatteyder vil normalt være ubeskattet af kursgevinst og uden fradragsret for kurs-
tab, så fremt han optager lån og køber blå-
stemplede obligationer for provenuet. Ved den
nugældende fortolkning af skattereglerne vil
en privatperson, der indgår en futureskontrakt
angående obligationer blive beskattet efter
væddemålsparagraffen i statsskattelovens § 4f,
dvs. gevinsten er skattepligtig og nettotabet er
ikke fradragsberettiget, og kan ej heller frem-
føres til de efterfølgende indkomstår. Denne si-
tuation vil nemlig ikke være omfattet af kurs-
gevinstloven. I denne lov forudsættes det nem-
lig, at man for at være omfattet skal være ejer
af den pågældende fordring, og dette vil ikke
være tilfældet ved indgåelse af en futureskon-
trakt om obligationer, der allerede på grund af
den løbende afregning af tab/gevinst har ka-
rakter af en differenceafregning og hvor det
normalt ikke vil være muligt at få leveret det
underliggende aktiv, uanset om man måtte øns-
ke det.

Det er klart, at sådanne skatteregler vil have
en tendens til at slå futures-markedet ihjel for
så vidt angår privatpersoner. Og det er selvføl-
gelig uønskeligt af den grund, at det kan for-
hindre anvendelsen af det samfundsmæssigt
mest effektive marked (futuresmarkedet har
lave transaktionsomkostninger på grund af de
standardiserede kontrakter) og tvinge omsæt-
ningen over på det mindre effektive marked for
banklån med sikkerhed i obligationer.

3. De inkonsistente krav

Problemer er selvfølgelig, at de nævnte krav
ikke er konsistente; de kan ikke opfyldes alle på
samme tid. En væsentlig medvirkende årsag
hertil er, at transaktionsomkostningerne for de
nye instrumenter er meget lave, hvilket mulig-
gør skattearbitrage, som var teoretisk mulig,
men praktisk uinteressant, tidligere.

I det følgende skal betragtes nogle eksempler
på den manglende konsistens mellem de
nævnte krav til skattereglerne.

1) Realisationsprincippet er grundlaget for
dansk skattelovgivning. De nye instrumen-
ter muliggør imidlertid en omfattende ud-
skydelse af skat, hvilket man også har set i
udlandet. En virksomhed indgår blot to
kontrakter, der reelt ophæver hinanden,
f.eks. køber og sælger en future med udløb
en gang næste år. Ultimo skatteåret afvikles
da den kontrakt, der har givet tab, mens
den kontrakt, der har givet gevinst, afvikles
primo næste år. Risikoen er praktisk talt 0,
og skatteyderen har fået udskudt skattebe-
taling et år. Råvarefutures vil f.eks. være et
oplagt middel for virksomheder at anvende.
Disse skatteudskydelsesmuligheder har
selvfølgelig eksisteret altid i teorien, men
transaktionsomkostninger har normalt
gjort det mindre interessant at anvende
dem.

Dvs. der er konflikt mellem kravet om en-
kelthed og kravet om at skattearbitrage ik-
ke skal være mulig.

2) Private bliver normalt ikke beskattet af
kursgevinster på obligationer. Det betyder
dog *ikke* – som man umiddelbart kunne tro
– at princippet om, at »ens transaktioner
beskattes ens« indebærer, at private bør
være skattefri af tab og gevinst på obliga-
tionsfutures. Forholdet er en smule mere
kompliceret.

Betragt f.eks. situationen, hvor den korte
rente er 10% og den lange rente er 12%, og
hvor 12%-obligationer med én årlig rente-
termin ligger i kurs 100.

Futureskursen ved køb af obligationer om
ét år vil da blive 98 på grund af forskellen
mellem den korte og den lange rente. Alter-
nativet til køb af en future er selvfølgelig at
låne 100 kr. til 10% rente og købe en obli-
gation, der om ét år giver en rente på 12 kr.,
hvilket vil sige, at der skal betales 98 kr. net-
to for obligationen.

Hvis skattesystemet skal være neutralt mel-
lem futuresmarkedet og bankkreditmarke-
det, skal den private investor, der køber en
future, derfor beskattes af en fiktiv ren-
teindtægt på 2 kr., svarende til forskellen

mellem spotkursen og futureskursen på obligationer. I modsat fald vil futuresmarkedet være subsidieret på spotmarkedets bekostning. Det er imidlertid klart, at denne løsning ikke kan karakteriseres som særlig enkel.

- 3) Betragt en pensionskasse. Den er som bekendt skattefri af kursgevinster på aktier og kan ikke trække tab på aktier fra. Hvad indebærer princippet om, at »ens transaktioner skal beskattes ens« for så vidt angår en pensionskasse, der sælger en aktiefuture. Igen er det *umiddelbare* svar, at tab og gevinst på en aktiefuture så burde være skattefri. Men som i obligationseksemplet ovenfor er dette klart uholdbart.

Betragt f.eks. situationen med en aktie, der ligger i kurs 100 og som vides at udbetale 5% i dividende, i en situation med en kort rente på 10%. Futureskursen på en sådan aktie på det amerikanske marked (det amerikanske marked vælges, fordi skattereglerne dér ikke giver nogen bias. I praksis indgås futureskontrakten ikke på en enkelt aktie, men på en aktieindeks. Det ændrer imidlertid ikke på princippet) vil for en kontrakt med løbetid på ét år da blive 105. En pensionskasse i Danmark vil da kunne købe aktien og sælge den på en futureskontrakt. En investering på 100 kr. vil da – uanset hvordan aktiekursen udvikler sig – i løbet af et år blive til 110 kr., nemlig svarende til, at de 100 kr. var anbragt på det korte marked. Det bemærkes, at der ses bort fra transaktionsomkostninger.

Hvis pensionskassen er skattefri af tab og gevinst på futureskontrakten indebærer det, at pensionskassen kan undgå realrenteafgift i betydeligt omfang, selv om den reelt ikke investerer i aktier. Eftersom den beskrevne transaktion med køb af aktier spot og salg af en aktiefuture reelt svarer til, at beløbet er investeret på pengemarkedet, bør princippet om ens beskatning af ens transaktioner selvfølgelig føre til, at pensionskassen beskattes af de 10 kr.

Men det bemærkes, at i dette tilfælde er vi

nødt til at beskatte pensionskassen af hele den renteindtægt, den ville have fået ved at anbringe sine 100 kr. på det korte marked. Årsagen er selvfølgelig, at pensionskassen er skattefri af dividender.

Omvendt skulle pensionskassen så have en fradragsret for en beregnet renteudgift, når den købte aktiefutures, fordi pensionskassen i den situation har bundet penge i obligationer/bankindsud, hvor alternativforretningen ville være at investere direkte i aktier og således ikke få nogen realrenteafgiftspligtig renteindkomst.

Betragter vi private investorer, der køber aktiefutures, bliver billedet yderligere kompliceret. Alternativet til køb af aktiefutures er spotkøb med lånt kapital.

Dvs. vi skal imputere en *renteudgift*, som skal være fradragsberettiget, og som selvfølgelig skal udløse 20%-afgift i visse situationer. Endvidere skal imputeres en dividendeindkomst, som investor ville have haft, såfremt han havde købt spot!

Alt i alt ses det, at mens det måske nok – med en vis vanskelighed – er muligt at opstille nogle skatteregler for futures og optioner (billedet bliver endnu mere kompliceret for optioner), der sikrer, at »ens transaktioner beskattes ens«, så er disse for det første ikke særlig enkle, og for det andet vil det stadig gælde, at de nye instrumenter vil muliggøre skattearbitrage, der ikke tidligere var praktisk mulig, jf. mulighederne for at udnytte realisationsprincippet til at udskyde skat. Endvidere bliver opgaven ikke lettere, når man betænker, at man på de underliggende aktiver benytter sig af asymmetrisk beskatning.

Der kan afslutningsvis være grund til at nævne problemet med, at de nye instrumenter muliggør en udhuling af dansk beskatning af *væddemål* og *spil*.

Dansk skattelovgivning opererer med, at gevinster på spil er skattepligtige efter statsskattelovens § 4f, mens tab ikke er fradragsberet-

tigede (undtagen måske efter visse omstændigheder i årets indkomst ved spil).

En lang række spil – deriblandt tipning og klasselotteri samt præmieobligationer – er undtaget fra denne regel og i stedet belagt med en 15% afgift. Til gengæld har staten ved at drive disse spil så store gevinster, at nettoreultatet minder ganske meget om § 4f. Statens indkomster fra de forskellige former for spil er ganske betydelig.

Grænsen mellem spil på den ene side og investering på den anden side kan være vanskelig at trække. Det er imidlertid klart, at optionsmarkedet vil være særdeles konkurrencedygtigt over for det øvrige spillemarked. Investering i optioner – specielt optioner out of the money – er karakteriseret ved en afkastprofil, som typisk appellerer til spillere: der er stor mulighed for at tabe hele det investerede beløb, samtidig med, at man på forhånd kan overskue risikoen, da man maksimalt kan tabe hele optionspræmien (uanset at optioner må anses som endog meget risikobetonede, er det ikke sikkert, at de af den almindelige investor vil blive opfattet sådan, netop fordi det maksimale beløb, der kan tabes, på forhånd er givet). Til gengæld er der en forholdsvis lille sandsynlighed for en mangedobling af det investerede beløb.

En hvilken som helst form for symmetrisk beskatning af optioner og futures vil indebære, at optionsmarkedet vil have en meget stærk skattemæssig begunstiggelse fremfor øvrige former for spil. Dette kan være et argument for at opretholde den nuværende fortolkning af skattereglerne, ifølge hvilke investering i futures og optioner for lønmodtagere og øvrige ikke-næringskatepligtige beskattes efter væddemålsparagraffen. Det bør i den forbindelse understreges, at der ikke er tale om en søgt parallel uden praktisk betydning. Spillemarkedet er faktisk ganske stort i Danmark. Alene tipspillemarkedet har en årlig omsætning på over en milliard kr., hvoraf tipperne kun får knap 40% tilbage. Dvs. tippernes nettoomkostning ved

at tippe (der kan betragtes som transaktionsomkostninger) er formodentlig af samme størrelsesorden som transaktionsomkostningerne ved omsætningen af samtlige realkreditobligationer i Danmark.

4. De mulige beskatningssystemer

Som tidligere nævnt er det næppe særligt givtigt at lede efter det »rigtige« skattesystem for de nye instrumenter. Valget af skatteregler må hvile på en pragmatisk holdning, hvor man søger at finde det system, der giver størst fordele og mindst ulemper, alle forhold taget i betragtning, selvom dette fører til en vis ændring i den måde, hvorpå skattesystemet indtil nu har virket. F.eks. er der nok ganske udbredt enighed om, at på grund af de nye instrumenters omsættelighed, lave transaktionsomkostninger og den lethed, hvormed deres værdi kan opgøres, er det mest hensigtsmæssigt at anvende lagerprincippet og ikke realisationsprincippet ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst på disse instrumenter, specielt når man betænker muligheden for ved hjælp af realisationsprincippet at udskyde beskatning, således som det blev fremhævet tidligere.

Eftersom der er instrumenter for mange forskellige aktivtyper, og eftersom der er en lang række forskellige investorer med forskellige skatteregler for så vidt angår investering i det underliggende aktiv, kan der tænkes et meget stort antal forskellige beskatningssystemer for de nye instrumenter.

Der synes dog at være en tendens til, at de 4 nedenstående muligheder er dem, interessen samler sig om:

- 1) Alle andre end næringsbeskattede beskattes efter væddemålsparagraffen i statsskatteoven § 4f for så vidt angår både futures, optioner og terminskontrakter.
- 2) En beskatning på samme måde som der underliggende aktiv, hvor investor betragtes som havde han anskaffet/solgt det underliggende aktiv med de deraf følgende impu-

tationer, jf. afsnit 3. Der er dog en række praktiske problemer og afgrænsningsproblemer ved denne metode, f.eks. i forbindelse med salg af aktiver, som investor ikke ejer.

- 3) En ren symmetri, således at alle gevinster beskattes hos alle og alle tab er fradragsberettigede hos alle.
- 4) Praktisk talt ren symmetri, således at hverken tab eller gevinster inddrages i den skattepligtige indkomst hos investorer, der ikke er næringsskattepligtige.

(1) er den »forsigtige« løsnings. For denne løsning taler, at den sætter en effektiv dæmper for, at de ny instrumenter bliver brugt til skattearbitrage. Til gengæld vil den også gøre, at markedet for de ny instrumenter bliver væsentligt begrænset, således at mulige rationaliseringsgevinster i den finansielle sektor ikke opnås.

(2) er teoretisk elegant, og er den mest konsistente løsning. Anvendelsen kræver imidlertid et vist imputationsarbejde, som det er beskrevet i afsnit 3. Metoden vil – formodentlig – sætte en snæver grænse for den mulige skattearbitrage. Foruden de administrative problemer er de mulige indvendinger mod denne løsning at:

- futures- og optionsmarkedet vil være et alt for tillokkende alternativ til det idag meget hårdt beskattede marked for spil
- De ny instrumenter vil – såfremt der ikke indføres stempelafgift på instrumenter, der hviler på aktier – muliggøre en omgåelse af stempelafgiftsreglerne. På den anden side vil fuldstændig stempling som for den underliggende transaktion være dels dræbende for markedet, dels vanskelig definerbar for så vidt angår optioner, hvor den underliggende transaktion ikke uden videre lader sig beskrive.

(3) er den administrativt mest simple løsning. Problemerne ved denne løsning er:

- den muliggør skattearbitrage. F.eks. vil en pensionskasse ved at købe aktier spot og sælge futureskontrakter kunne sikre sig at få markedsrenten før skat som efter-skat-afkast (Pensionskassen skal sælge to futureskontrakter for hver aktie, den ejer. Så vil efter-skat-afkastet være fuldstændig invariant over for kursudviklingen på aktien).
- den er ikke neutral for så vidt angår fordelingen mellem spot og futuresmarkedet.
- der er en række *kontrolproblemer* for så vidt angår afgrænsningen mellem terminskøb og spotkøb for lånte midler. Hvis sælger er næringsbeskattet eller udlænding kan man tænke sig, at der indgås kontrakter, hvor kontraktspartnerne først efterfølgende vælger, om det er en terminskontrakt eller et køb, hvor sælger har ydet køber et lån. Sælger vil nemlig være indifferent, hvorimod en almindelig privatperson, der er køber, vil foretrække, at der er indgået terminskontrakt, hvis han har haft tab (så tabet er fradragsberettiget), mens han vil foretrække, at det er køb med lånte midler, såfremt der er gevinst.

- de private »spekulanter«, som alt andet lige i det lange løb må forventes at tabe til de næringsbeskattede, får fradragsret for deres tab, med deraf følgende tab for statskassen til følge.

futures- og optionsmarkedet bliver begunstiget i forhold til det traditionelle spillemarked.

(4) er administrativt ikke helt så enkel som (3). Fordelen er, at man undgår skatteprovenutabet ved, at de private under denne ordning ikke kan trække deres (forventede) tab fra. Men iøvrigt muliggør den samme skattearbitrage som (3). Det bør dog understreges, at i begge situationer synes problemet med skattearbi-

trage reelt begrænset til aktiebaserede instrumenter.

Sammenfattende må det anføres, at et af de store problemer ved indførelsen af et asymmetrisk skattesystem bliver afgrænsningen af den kreds, der vil blive omfattet af fuld beskatning og fuldt tabsfradrag (altså de næringskatteligte over for de andre). For selskabers vedkommende illustreres problemet bedst ved at betragte situationen, hvor anvendelsen af nogle af disse instrumenter er forårsaget af f.eks. afdækning af erhvervsmæssig risiko, som selskabet er udsat for, mens en del måske er indgået alene ud fra muligheden for at opnå en gevinst. Såfremt sådanne instrumenter ikke behandles ens indenfor det enkelte selskab uanset anvendelsen, vil dette give anledning til en lang række afgrænsningsproblemer.

Valget står selvfølgelig ikke kun mellem disse 4 hovedformer. F.eks. er det meget sandsynligt med nogle »lappeløsninger«, hvor man forsøger at fjerne de værste problemer ved den valgte hovedløsning. F.eks. kunne man ved valg af (3) med fuldstændig fradragsret og fuld skattepligt indføre særregler for at forhindre pensionskasser i skattearbitrage, idet skattearbitrage ikke vil være nær så fordelagtig for private, omend den vil være teoretisk mulig.

5. Den vanskelig afvejning

Ved valget af skatteregler for futures og optioner må der foretages afvejning, hvor blandt andet indgår:

- hensynet til, at det finansielle system fungerer med så få transaktionsomkostninger som muligt, hvilket taler for skatteregler, der i hvert fald ikke diskriminerer mod de nye standardiserede produkter.
- hensynet til, at skattereglerne skal være let gennemskuelige for skatteyderne, da indviklede skatteregler også er en transaktionsomkostning ved det finansielle system.
- hensynet til at undgå skattearbitrage

Det kan langt fra udelukkes, at der indføres skatteregler, som det så kort efter bliver nødvendigt at ændre, fordi de anvendes først og fremmest til skattearbitrage i et omfang, som ikke var forudset ved reglernes vedtagelse. Det skete f.eks. for realrenteafgiftsloven. Noget sådant bør dog ikke nødvendigvis betragtes som et indicium på lovgivernes uduelighed. Der er en række problemer, hvor kun tiden vil vise, hvor store, de er. Erfaringerne fra realrenteafgiftsloven, kursgevinstbeskatningsloven og en del andre love giver dog nok anledning til en vis pessimisme. Efterspørgslen efter instrumenter til skattearbitrage er ubegrænset, og innovationen i sektoren betydelig. Som med leasing og som med pensionskassernes køb af fast ejendom kan man frygte, at gevinsterne for samfundet er ret imaginære, men tabene for statskassen højst virkelige. Og så ender det med love, der hverken er symmetriske, konsistente eller enkle, men som til gengæld beskytter statskassen.