

Artikler

303

Finansielle kontrakter: dekomponering eller integration – et skatteretligt kvalifikationsspørgsmål

af ph.d. Katja Joo Dyppel, videnskabelig assistent, CBS og senior associate, CORIT Advisory P/S.

Artiklen behandler spørgsmålet om, hvorvidt finansielle kontrakter, som indgår i en samlet aftale, skatteretligt skal kvalificeres selvstændigt eller i kombination med den aftale, som den finansielle kontrakt indgår i. Særligt analyseres det, om der kan udledes generelle principper, som kan lægges til grund ved vurderingen af, om KGL § 29 indeholder et integrations- eller dekomponeringsprincip ved kvalifikationen af de omfattede finansielle kontrakter. Vurderingen foretages med afsæt i en analyse af den skatteretlige kvalifikation af REPO'er, aktielån og obligationer med særlige vilkår.

1. Indledning

Den skatteretlige kvalifikation af finansielle instrumenter er essentiel. Dette skyldes, at den samlede skattepligtige indkomst og formue inddeles i flere indkomst kategorier, som underlægges en differentieret skatteretlig behandling, der netop er baseret på kvalifikationen.

Afledte finansielle instrumenter (derivater) kan alene eller i kombination med andre finansielle instrumenter anvendes til at duplikere afkastet på andre transaktioner.¹ Set i lyset heraf er det relevant, hvorvidt og i givet fald hvornår sammensatte finansielle instrumenter skatteretligt skal kvalificeres som ét samlet instrument eller alternativt splittes op i de delkomponenter, instrumentet består af. Den endelige kvalifikation og derved skatteretlige behandling kan således

afhænge af, om der skal anlægges et dekomponerings- eller integrationsprincip.

Kursgevinstlovens kapitel 6 hjemler beskatning af finansielle kontrakter. Det følger af bemærkningerne til KGL § 29, at derivater, som i grunden er terminskontrakter, købe- eller salgsretter eller en portefølje heraf, behandles som finansielle kontrakter omfattet af KGL § 29.² Anvendelsen af dette integrationsprincip medfører, at bl.a. swaps, FRAs, Caps, Floors og andre derivater kvalificeres som finansielle kontrakter i skatteretlig henseende. Spørgsmålet er herefter, om samme princip finder anvendelse i relation til finansielle kontrakter, som indgår som et delelement i et finansielt instrument.

I bemærkningerne til KGL § 29 anføres det, at:³

“reglerne om terminskontrakter og købe- og salgsretter anvendes på andre aftale- eller kontrakttyper end de nævnte, hvis de er sammensat af terminskontrakter samt købe- og salgsretter”

Anlægges en snæver fortolkning heraf, kan der argumenteres for, at KGL § 29 alene finder anvendelse for instrumenter, som udgør finansielle kontrakter. Det anføres dog ligeledes, at:⁴

“man skal være opmærksom på, at finansielle kontrakter kan indgå i såkaldte puljeordninger. Der kan bl.a. være tale om valutapuljer, hvor f.eks. et pengeinstitut for en række investorer samlet foretager investeringer i fremmed

valuta ved anvendelse af finansielle kontrakter. Finansielle kontrakter, f.eks. i form af valutaforretninger, kan også indgå som et element i en puljeordning, hvor der ud over finansielle kontrakter investeres i andre formuegoder, der beskattes efter andre regler, eksempelvis obligationer, aktier eller råvarer. **Det er således ikke aftalens betegnelse, der er afgørende for, om aftalen er omfattet af de særlige regler om finansielle kontrakter.**” (forfatterens fremhævelser)

Endvidere anføres det i relation til swaps, at:⁵

“består swapaftalen af et antal elementer, sker beskatningen af de enkelte elementer og ikke instrumentet som sådant. (...) For swaps gælder derfor, at det ved en konkret vurdering af aftalen må afgøres, **hvorvidt reglerne for finansielle kontrakter skal anvendes i forhold til swapaftalen eller enkelte elementer i denne.**” (forfatterens fremhævelser)

Heraf fremgår, at det ud fra en konkret vurdering afgøres, hvorvidt reglerne for finansielle kontrakter skal anvendes i forhold til den samlede aftale eller enkelte elementer i denne, hvor det afgørende ved vurderingen er, i hvilket omfang der foreligger en køberet, en salgsret eller

en terminkontrakt i aftalen.⁶ Det bliver således grundlæggende et spørgsmål om en skatteretlig kvalifikation af kontraktforholdet.

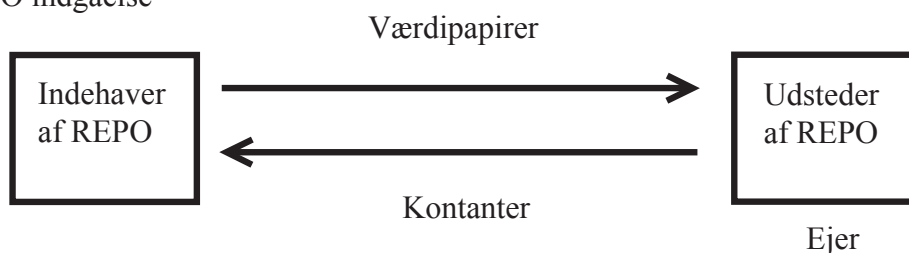
I denne artikel analyseres det, om der kan udledes generelle principper, som kan lægges til grund ved vurderingen af, om et finansielt instrument, i relation til KGL § 29, skal kvalificeres efter et integrations- eller dekomponeringsprincip. Denne analyse foretages med afsæt i en analyse af den skatteretlige kvalifikation af REPO'er, aktielån og obligationer med særlige vilkår.

2. Repurchase agreement (REPO)

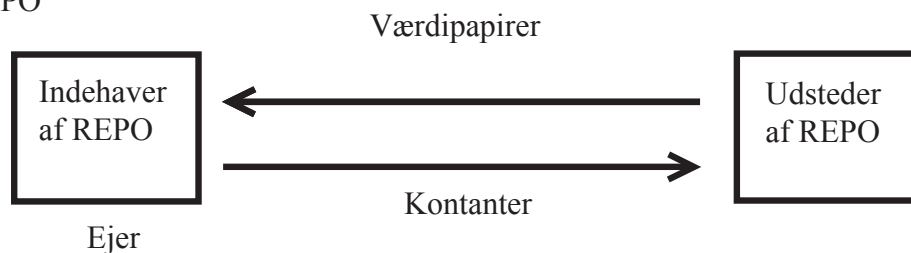
En Repurchase agreement (REPO) er et kendt og bredt anvendt instrument, der oftest anvendes til at skabe kortsigtet finansiering ved at tillade en konvertering af værdipapirer til kontanter. Efter en klassisk REPO sælger én kontrahent sine værdipapirer til en medkontrahent mod kontanter, med aftale om at generhverve lignende værdipapirer på et senere forud fastsat tidspunkt.⁷ En REPO er altså en samlet aftale om salg af relevante værdipapirer og indgåelse af en terminkontrakt med tilbagekøb af de samme eller tilsvarende værdipapirer, hvor overdragelsen af værdipapirerne modsvares af overførsel af likviditet. Dette er illustreret i figur 1.

Betalingsstrøm REPO

REPO indgåelse



REPO



Betalingsstrømmen på en REPO består af salg og genkøb af de samme værdipapirer til en på forhånd aftalt pris på et forud aftalt tidspunkt. Kontrakten minder om et lån med håndpant i de solgte (og genkøbte) værdipapirer, hvor låntager har rådighed over likviditet, mens långiver har rådighed over værdipapirerne. Udsteders kompensation for at stille likviditet til rådighed udgør sædvanligvis afkastet på de underliggende værdipapirer i låneperioden, hvilket stemmer overens med, at udsteder, som den nye ejer af værdipapirerne, ligeledes er berettiget til periodens afkast.⁸ Investeringsafkastet kan dog bestå af en øget generhvervespris, som i sådanne tilfælde både indeholder tilbagekøb af de lånte værdipapirer og en påløbet rente.⁹

En REPO er i grunden indgåelse af to særskilte dispositioner (salg og efterfølgende genkøb), som samlet duplikerer afkastprofilen på et andet juridisk instrument (et lån), og kan således anses som et *syntetisk* lån.¹⁰

Så vidt vides har Ligningsrådet for første gang taget stilling til den skatteretlige behandling af en REPO med obligationer i TfS 1993, 68 LR. Ligningsrådet anså arrangementet som to separate transaktioner; et salg af obligationerne og en aftale om efterfølgende terminkøb.¹¹ Herefter skulle en REPO dekomponeres til to selvstændige transaktioner og beskattes, som sådan. Der blev i afgørelsen lagt vægt på, at transaktionerne blev registreret i værdipapircentralen, hvorfor der i henhold til § 8 i bekendtgørelse nr. 101 af 10/2 1992 om lov om værdipapircentralen var tale om et ejerskifte.

Denne kvalifikation ændrede Landsskatteretten efterfølgende i TfS 1995, 48 LSR, hvorefter en REPO skattemæssigt skal betragtes som et lån med sikkerhed i de omfattede værdipapirer. Landsskatteretten lægger i sin afgørelse vægt på, at det ud fra en samlet vurdering af *formålet med de omhandlede REPO'er samt den indbyrdes sammenhæng mellem de dispositioner, der indgik i forretningerne*, må lægges til grund, at der reelt foreligger et låneforhold. Retten fandt herefter:

“at der ikke kunne lægges vægt på, at forretningerne formelt fremtrådte som overdragelser af værdipapirer, men at forretningerne skattemæs-

sigt skulle behandles i overensstemmelse med det reelle indhold.”

Retten henser herved til, at *REPO'erne ikke er forbundet med nogen kursrisiko*, ligesom der ved de aftalte overdragelser ikke er anvendt markeds-kurser. Ligeledes finder retten, at det ikke kan tillægges betydning, at der ved de aftalte overdragelser tages hensyn til vedhængende renter, da dette forhold er et led i fastsættelsen af overdragelseskurserne og dermed i prisfastsættelsen, for hvilken det afgørende er en på forhånd aftalt rente. Efter Landsskatterettens afgørelse skal REPO'er skattemæssigt anses som ét instrument, der behandles samlet, som et lån med håndpant i de overdragne værdipapirer. Det afgørende er således ikke aftalens formelle indhold, men derimod aftalens *reelle* indhold, hvor der lægges vægt på *aftalens formål*, den *indbyrdes sammenhæng* mellem instrumenterne og *kursrisikoen* forbundet med instrumentet.¹²

Samme kriterier lægger Ligningsrådet til grund i TfS 1999, 354 LR, hvor der i afgørelsen lægges vægt på, at *formålet* med REPO'erne er lån, at der er *indbyrdes sammenhæng* mellem dispositionerne i REPO'erne, at REPO'erne ikke er forbundet med nogen *kursrisiko*, samt at der *handles identiske poster* af obligationer. Det særligt interessante ved denne afgørelse er, at Ligningsrådet ikke anser de to varianter af REPO'er, som afgørelsen vedrører, for at skulle underlægges samme skatteretlige behandling.¹³

Afgørelsen omhandler beskatningen af to varianter af en REPO, hvor en bankkunde i begge varianter sælger obligationer (fra en obligationsserie med udtrækning) til en bank mod en kontant betaling og indgåelse af aftale om genkøb af obligationerne. I variant 1 leverer banken kun de ikke-udtrukne obligationer tilbage, og kunden godtgør banken for den forpligtelse, som banken potentielt får over for kreditforeningen – hvilket opgøres på baggrund af den gennemsnitlige udtrækningsprocent. I variant 2 reduceres bankens tilbagebetalingsforpligtelse med de udtrukne obligationer svarende til den gennemsnitlige udtrækningsprocent. I *tabel 1* er værdien af obligationsbeholdningen i begge varianter illustreret, hvoraf det fremgår, at nettoresultatet er ens.

Tabel 1			
Obligationsbeholdning			
Variant 1	Kunde	Bank	Kreditforening
1/7 1998 Nominelt spotbeløb	÷10.000.000 DKK	10.000.000 DKK	
1/10 1988 Nominelt terminsbeløb	10.000.000 DKK	÷10.000.000 DKK	
1/10 1998 Sandsynlig udtrækning		÷1.779.000 DKK	1.779.000 DKK
1/10 Udligning af udtrækning	÷1.779.000 DKK	1.779.000 DKK	
Total Nominelt	÷1.779.000 DKK	0 DKK	1.779.000 DKK

Variant 2	Kunde	Bank	Kreditforening
1/7 1998 Nominelt spotbeløb	÷10.000.000 DKK	10.000.000 DKK	
1/10 1988 Nominelt terminsbeløb	8.221.000 DKK	÷8.221.000 DKK	
1/10 1998 Sandsynlig udtrækning		÷1.779.000 DKK	1.779.000 DKK
Total Nominelt	÷1.779.000 DKK	0 DKK	1.779.000 DKK

Det følger af Ligningsrådets afgørelse, at variant 1 anses som et lån/udlån, hvor det efterfølgende salg af obligationer fra kunden til banken (i form af udligning af udtrækning) er REPO'en uvedkommende og derfor skattemæssigt skal behandles som afståelse af de omfattede obligationer. Anderledes gælder der for variant 2, hvor der ifølge Ligningsrådet sondres mellem den del, for hvilke der sker tilbagelevering, og den resterende del. For den del, der leveres tilbage, er der tale om REPO'er, der skattemæssigt behandles som lån/udlån. Den del af obligationerne, der ikke tilbageleveres, anses derimod for aftaler om køb/salg. Der er herved henset til, at der netop ikke tilbageleveres det, der er lånt. I denne afgørelse er det afgørende punkt, hvorvidt de overdragne/udlånte værdipapirer tilbageleveres eller ej.

Samlet kan det konkluderes, at den skattemæssige kvalifikation af REPO'er, ifølge administrativ praksis, beror på en konkret vurdering af *REPO'ens reelle indhold*. I denne vurdering lægges vægt på *tilbagelevering* af de overdragne værdipapirer, den indbyrdes sammenhæng mellem dispositionerne, kursrisikoen forbundet med

forretningen, og om der handles identiske poster af obligationer.¹⁴

En samlet kvalifikation af instrumentet baseret på aftalens overordnede karakteristika, synes umiddelbart at være i strid med de principper, som anføres i forarbejderne til KGL § 29.¹⁵ Af samme holdning er *Gitte Skouby et al.*, som anfører, at:¹⁶

“afgørelsen forekommer at være i modstrid med lovens principper; da de netop kræver, at sammensatte finansielle kontrakter adskilles, og at de enkelte elementer beskattes i overensstemmelse med de regler, der gælder for de enkelte elementer.”

Ligeledes anfører *Henrik Dam*:¹⁷

“det synes herefter vanskeligt at forklare, hvorfor swaps og REPO-aftaler skal behandles grundlæggende forskelligt i skattemæssig henseende: swaps opløses i flest muligt enheder, mens REPO-aftaler behandles under ét. Afgørelsen må antages at være konkret begrundet i hensynet til at modvirke en vilkårlig påvirkning af anskaffelseskursen og -tidspunktet for de finansielle aktiver.”

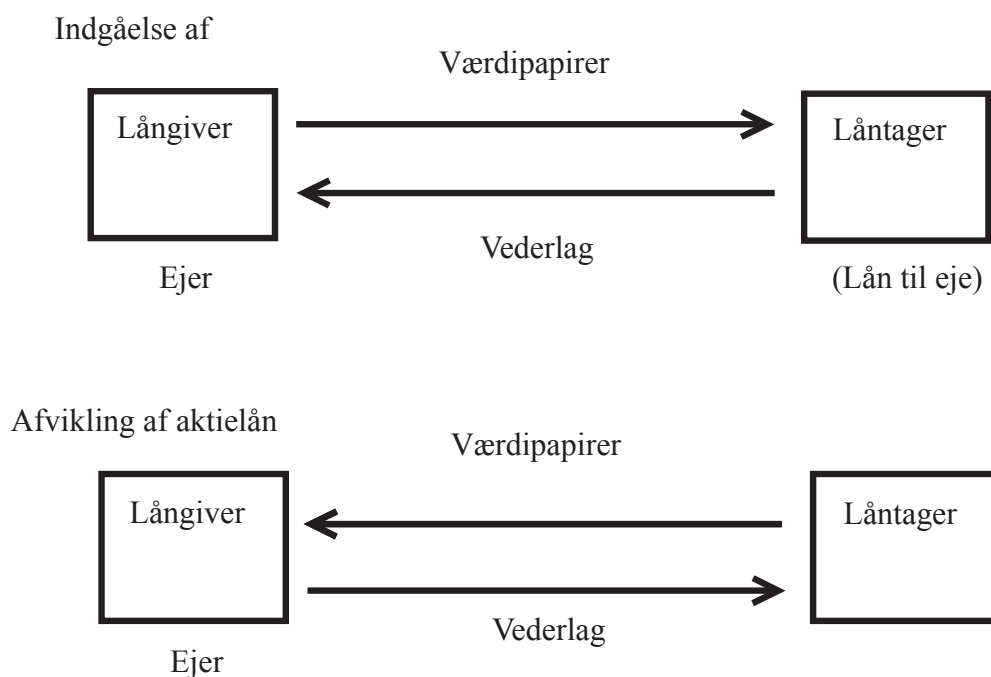
Anlægges en vurdering af aftalens formelle indhold skal REPO således kvalificeres som to separate transaktioner; et salg af en obligation samt en terminskontrakt med aftale om tilbagekøb. Netop en sådan vurdering anlagde Ligningsrådet første gang, kvalifikationsspørgsmålet blev stillet. Efter Landsskatterettens afgørelse, kvalificeres en REPO som ét samlet instrument, ud fra en konkret vurdering af *forretningernes reelle indhold*, hvorfor der anlægges et integrationsprincip.

Henses til bemærkningerne i forarbejderne til KGL § 29 og henses til, at obligationerne *overdrages til eje* med efterfølgende tilbagekøb på termin, er det formentlig mest korrekt at anlægge et dekomponeringsprincip, således at en REPO kvalificeres som de to separate instrumenter, aftalen består af. Til støtte for en sådan fortolkning er, at REPO'er netop indeholder to selvstændige juridiske instrumenter, hvor værdien af de enkelte instrumenter særskilt kan identificeres.

3. Aktielån

Aktielån er en aftale om udlån af børsnoterede aktier mod vederlag og med tilbagelevering af de udlånte aktier på tidspunktet for aftalens udløb.¹⁸ Aktielån minder om REPO'er, men adskiller sig i den forstand, at REPO'er normalt anvendes til at fremskaffe likviditet. Det sker ved, at der mellem to parter indgås aftale om, at låntager (af likviditet) på en given dato sælger en post værdipapirer til en aftalt kurs samtidig med, at der indgås aftale om, at låntager køber en identisk post værdipapirer til en forud fastsat kurs til levering på et senere tidspunkt. Ved aktielån er det civile retlige udgangspunkt anderledes, idet der er tale om en låneaftale – hvorefter aktier udlånes mod et vederlag (som ikke modsvarer en potentiel afståelsessum på udlåningstidspunktet), og aktierne tilbageleveres til långiver ved aftalens udløb. I udlånsperioden overgår ejendomsretten til låntager (af aktierne), således at denne er berettiget til at stemme på generalforsamlingen samt videresælge og genkøbe de lånte aktier (lån til eje). Dette ændrer dog ikke på, at låntager fortsat ejer aktierne. Aktielån svarer således til en ensidig REPO, idet likviditetsdelen ikke er medtaget.

Dette er illustreret i figur 2.
Betalingsstrøm aktielån



Ligningsrådet bemærker i TfS 1989, 471 T&S, at aktielån, som udgangspunkt, skal anses som afståelse i relation til reglerne om beskatning ved aktieafståelse.¹⁹ Modsat resultat kommer Ligningsrådet frem til i TfS 1998, 357 LR, hvorefter det omhandlede aktielån ikke i skattemæssig henseende skal anses som afståelse af aktier. Den af Ligningsrådet ændrede praksis skyldes formentlig, at principperne i TfS 1995, 48 LSR (om REPO) også følges i relation til aktielån. Uden denne praksisændring, ville situationen have været, at REPO'er (salg med aftale om tilbagekøb på termin) blev kvalificeret som lån, og aktielån blev kvalificeret som afståelse af aktier.

Efterfølgende er der flere gange taget stilling til den skatteretlige kvalifikation af aktielån i administrativ praksis.²⁰ Samlet kan det udledes, at der lægges vægt på, om aftalevilkårene i det væsentlige opfylder samme betingelser som Finansrådets standardvilkår.²¹ Herefter anses de afgørende betingelser for at være, at aftalerne omhandler børsnoterede værdipapirer,²² der omsættes på en anerkendt børs,²³ at udlånet kan opsiges på anfordring, og at løbetiden er tidsbegrænset og højst kan udgøre 6 mdr.²⁴ og endelig, at udlånte værdipapirer eller værdipapirer af samme art skal tilbageleveres.²⁵ Endvidere er det

ifølge Skatterådet uden betydning for kvalifikationen af låneaftalen, om der optræder en eller flere aktører i udlånet, dvs. at det ikke er afgørende, om der mellem udlåner og den endelige låntager er én eller flere banker el.lign., som viderelåner aktien, jf. TfS 2009, 982 SR.

Det følger af TfS 1999, 408 LR, at såfremt leveringen opgives, således at låntager ikke tilbageleverer aktierne til långiver, anser Ligningsrådet de underliggende aktier for afstået på udlånstidspunktet.²⁶ Denne afgørelse er således i overensstemmelse med TfS 1999, 354 LR om REPO'er, hvor det ligeledes er en betingelse, at de underliggende aktiver tilbageleveres for, at forretningerne samlet kan anses som et lån.

Udgangspunktet om, at det alene er aktielån med en låneperiode på højst 6 måneder, der anses som lån og ikke afståelse, er fraveget i TfS 2010, 545 SR og TfS 2011, 886 SR. I TfS 2010, 545 SR finder Skatterådet, at långiver, under de foreliggende omstændigheder (hvor låntager ikke har videresolgt aktierne), fortsat anses som retmæssig ejer af de udlånte aktier, selv om der ikke på forhånd er aftalt et udløbstopunkt for aftalen. Skatterådet bemærker, at dette under alle omstændigheder gælder, så længe låntager ikke har afstået aktierne.

I TfS 2011, 886 SR ændrer Skatterådet sin praksis med fremadrettet virkning,²⁷ hvorefter aktielån uden fastsat udløbstopunkt fremover skal behandles som udlån og ikke afståelse af aktier, uanset om låntager har afstået de lånte aktier eller ej. I afgørelsen bemærkes det, at:

“en aftale, der er karakteriseret ved, at aftalen af en eller begge parter kan opsiges må – uanset at aftalen ikke indeholder en bestemmelse om et bestemt udløbstopunkt – kvalificeres som lån af aktier, hvis aftalen i øvrigt må karakteriseres som lån, herunder at aktierne er overført fra långiver til låntager uden vederlag eller mod andet vederlag end købesummen for aktierne. Långiver skal endvidere være forpligtet til at tilbagelevere aktierne af samme mængde og art til långiver ved låneperiodens udløb.” (forfatterens fremhævelser)

Skatterådet konkluderer i denne forbindelse, at for aftaler, hvor opsigelsen kan ske på tilsvarende vilkår²⁸ som i indeværende sag, er der ikke til-

strækkeligt belæg for at opretholde det som en betingelse for at kvalificere en aftale som lån af aktier (lån til eje), at aftalen indeholder et bestemt udløbstopunkt.

Det fremgår af TfS 2011, 886 SR, at i de tilfælde, hvor aftalen ikke kvalificeres som et lån, anses aftalen for en aktieafståelse samt indgåelse af en terminskontrakt omfattet af KGL § 29.²⁹ Den indgåede aftale om tilbagelevering anses som salg af aktier på termin, idet parterne herved har indgået en aftale om, at aktierne ved opsigelse af udlånet (det fremtidige afviklingstopunkt) skal overdrages til långiver til samme værdi, som aktierne havde på udlånstidspunktet (den aftalte pris). Udgør aftalen ikke et lån, anses den således for at bestå af samme delelementer som REPO'er.

Endvidere fremgår det, at der i vurderingen af kvalifikationen bl.a. lægges vægt på, at aktierne er *overført uden vederlag eller andet vederlag end købesummen* for aktierne. Det er ikke klart, om udfaldet er anderledes, såfremt aktierne overføres med et vederlag svarende til købesummen for aktier, men Skatterådets bemærkning indikerer det. Såfremt de udlånte aktier overføres for et vederlag svarende til en købesum og tilbageleveres med et vederlag svarende til en salgssum, vil det formentlig være muligt at identificere to selvstændige instrumenter/aftaler med en særskilt værdi – afståelse med efterfølgende tilbagekøb. Aktielånet vil i et sådan tilfælde have samme karakter som en REPO. Uanset betegnelsen af aftalen må det i begge tilfælde være relevant, om de omhandlede værdipapirer overføres mod et vederlag, der svarer til en købs-/salgssum. Det er ikke klart, hvorfor dette kriterium ikke er tilagt betydning i administrativ praksis i relation til REPO'er. Kritisabelt er det dog, hvis de administrative myndigheder ikke tillægger de samme kriterier vægt i vurderingen af den skatteretlige kvalifikation af aktielån og REPO'er.

Samlet kan det udledes, at aktielån ifølge administrativ praksis skal kvalificeres i overensstemmelse med aftalens reelle indhold. Henses der til, at samme *type værdipapir tilbageleveres*, at aktierne er *overført uden vederlag eller andet vederlag end en købesum*, at ejeren af aktierne fortsat bærer *kursrisikoen*, og at der ikke synes

at kunne identificeres to eller flere selvstændige delinstrumenter med en særskilt værdi, er dette formentlig den mest korrekte kvalifikation.³⁰

4. Obligationer med særlige vilkår

I dette afsnit behandles den skatteretlige kvalifikation af obligationsudstedelser med forskellige tilknyttede vilkår med det formål at vurdere, hvilke kriterier som er afgørende for, om obligationen kvalificeres som ét eller flere finansielle instrumenter.³¹ De behandlede obligationer har ikke nødvendigvis andre fællestræk, end at der er taget stilling til den skatteretlige behandling heraf i administrativ praksis.

I TfS 2006, 222 LSR tager Landsskatteretten stilling til retserhvervelsestidspunktet for udstedte medarbejder – warrants. I Landsskatterettens begrundelse bemærkes det indledningsvis, at på trods af, at tildelingen af warrants er *betinget* af optagelse af et obligationslån, er der tale om to finansielle instrumenter, som skatteretligt skal behandles som to separate ordninger. Der er herved henset til, at de finansielle instrumenter ikke har sammenfaldende tidsmæssige løbetider, og at der er tale om så væsensforskellige finansielle instrumenter. Endelig bemærkes det, at selv om tildelingen af warrants er betinget af optagelsen af obligationslånet, er tildelingen af warrants ikke *knyttet til* obligationslånet på en sådan måde, at warrantstildelingen kan anses for at være en del af lånoptagelsen.

I TfS 2012, 81 tages der stilling til den skatteretlige behandling af tab på tegningsretter udstedt som en *betingelse* for ydelse af et efterstillet lån. Ifølge Højesteret må lånet og tildelingen af tegningsretterne efter deres karakter anses for to separate ordninger, hvis skattemæssige behandling er reguleret af forskellige regelsæt. Højesteret ændrer den ankede afgørelse afsagt af Østre Landsret og bemærker, at selvom tildelingen af tegningsretterne er en betingelse for ydelsen af lånet, anses omkostningerne ved udnyttelse af tegningsretterne ikke for låneomkostninger i kursgevinstlovens forstand. Højesteret lægger i sin afgørelse vægt på, at kursgevinstloven efter sin ordlyd og forarbejder skal forstås således, at den regulerer den skattemæssige behandling af gevinster og tab ved frigørelse af pengegæld, og

at tildelingen af tegningsretterne ikke anses for at påvirke lånets værdi hverken ved optagelsen eller ved indfrielsen. I denne forbindelse bemærkes det, at *vilkåret om tildeling af tegningsretterne ikke indebærer, at der sker nedsættelse af det aftalte låneprovenu*, og der ikke i øvrigt er holdepunkter i parternes aftale for at antage, at en del af det udbetalte beløb i realiteten skal anses som vederlag for tegningsretterne.³²

Højesteret tager ikke direkte stilling til, om tegningsretterne og lånet skal anses som ét eller flere instrumenter, men i stedet om tabet på tegningsretterne kan anses som låneomkostninger omfattet af KGL § 26. Denne vurdering er alene relevant, fordi tegningsretterne netop anses som selvstændige finansielle instrumenter, der er indrømmet som en betingelse for lånet.³³ Eftersom Højesteret ikke tager stilling til kvalifikationsspørgsmålet, kan dommen ikke anvendes som præjudikat i vurderingen af, om et derivat udstedt som en *betingelse* for optagelse af lån resulterer i, at de finansielle instrumenter kvalificeres samlet som ét instrument.

Der er dog intet, som taler for, at det faktum, at et derivat alene udstedes som en betingelse for optagelse af et lån, i sig selv er tilstrækkeligt til, at derivatet og lånet skal kvalificeres samlet som ét instrument. Dette skal ses i lyset af, at tegningsretten og lånet er to særskilte instrumenter, som kan adskilles fra hinanden, og hvis værdi ikke er indbyrdes afhængig.

I TfS 1994, 268 LR tages stilling til kvalifikationen af en indlånsform, hvor banken placerer 86 pct. af indskuddet til fast forrentning og de resterende 14 pct. i futures på aktier. Investorerne modtager de gevinster, som opnås ved stigning i aktiekurser i perioden, og banken garanterer tilbagebetaling af indskuddet, hvis aktiekurserne falder. Endvidere kan investorerne udtræde før investeringsperiodens udløb mod en forud fastsat pris. Ligningsrådet finder, at de indskudte beløb og disses placeringer retligt bør opdeles i to transaktioner, hvor opdelingen skal ske med udgangspunkt i de placeringer, som projektet forudsætter, dvs. 86 pct. af indskuddet kvalificeres som en fordring mod banken, hvor den eventuelle tilvækst kvalificeres som kursgevinst, idet rentedefinitionen ikke opfyldes, og de resterende 14

pct. af indskuddet anses for placeret i futures.³⁴ I denne forbindelse bemærker Ligningsrådet:

“at den andel af avancer og tab på kontrakterne, som fordeltes på de enkelte investorer for hver enkelt transaktion, skulle beskattes på præcis samme måde, som hvis investorerne havde foretaget de pågældende transaktioner alene.”

Endvidere konkluderer Ligningsrådet, at muligheden for at udtræde før 3-årsperiodens udløb mod et nedslag i det indskudte beløb, reelt må anses for at være en salgsret til at afstå den respektives andel af de relevante futures til et på forhånd fastsat beløb. Denne salgsret omfattes ligeledes af KGL § 29.³⁵ Før vedtagelsen af KGL § 29, stk. 3 om strukturerede fordringer skulle sådanne investeringsprodukter således kvalificeres som en kombination af en fordring og et finansielt instrument ud fra en transparensbetragtning.³⁶ Årsagen til denne transparensbetragtning er, at investeringsproduktet blev sidestillet med valutakurspuljer, hvilket netop er muligt, eftersom *placeringen af de indskudte midler fremgik klart*.³⁷

I TfS 1999, 661 LR tager Ligningsrådet stilling til kvalifikationen af en nul kupon-obligation, hvortil der er knyttet et aktieindeks sammensat på en sådan måde, at investeringen garanterer et minimumsafkast og samtidig har ubegrænset gevinstmulighed. Investeringen anses for en indeksobligation og opdeles ikke som en obligation og en finansiell kontrakt, som selvstændigt skal beskattes. I vurderingen lægger Ligningsrådet vægt på, at *aftalen består af ét samlet produkt, hvor enkelte dele ikke kan fravælges*. Det lægges endvidere til grund, at indekseringen ikke er det *bærende element* i arrangementet, at hovedstolen er reguleret i forhold til det valgte indeks, og at obligationen *ikke omfatter investering* i aktieindeks.³⁸

I vurderingen af, om *aftalen* skal anses for at bestå af ét eller flere instrumenter, er det således afgørende, om placeringen af midlerne er fordelt på investeringer i flere instrumenter, og om disse instrumenter kan identificeres og fravælges.

Samme kriterier synes at være lagt til grund af Skatterådet i TfS 2008, 407 SR. Afgørelsen ved-

rører en obligation med variabel rente, et overskudsafhængigt afkast samt overkurs ved førtidig indfrielse. Endvidere har obligationens ejer, i obligationens løbetid, forkøbsret til en pantsat ejendom til den pris, som debitor kan opnå ved salg til anden side. Det fremgår af svaret, at Skatterådet på baggrund af en konkret vurdering finder, at lånet har sådanne karakteristika, at det nominelle lånebeløb, profit sharing-andelen og overkursen ved indfrielse *ikke kan adskilles* og derfor skattemæssigt må anses for ét og kun ét instrument. Herefter kvalificeres lånet ud fra en samlet vurdering af dets karakteristika som en obligation omfattet af KGL § 29, stk. 3.

I TfS 2002, 73 LSR og TfS 2002, 625 LR tages stilling til kvalifikationen af variabelt forrentede obligationer med renteloft. TfS 2002, 73 LSR vedrører realkreditobligationer med variabel rente, hvor renten skiftes hvert halve år og fastsættes som et gennemsnit af CIBOR for en periode forud for renteændringen.³⁹ Obligationens påtrykte rente fastsættes som det beregnede gennemsnit med et tillæg på 0,2 procentpoint, dog maksimeret til 7,7 pct.. Efter skatteyderens opfattelse skal den pågældende obligation anses som et kombinationsprodukt, der indebærer, at obligationen som udgangspunkt er variabelt forrentet, men som ved et renteniveau på over 7,7 pct. *ændres* til en fastforrentet obligation.

I afgørelsen udtaler Landsskatteretten, at den omhandlede obligation i relation til kursgevinstlovens mindsterentekrav ikke kan være såvel variabel som fast forrentet, og tiltræder Ligningsrådets afgørelse om, at obligationen skal bedømmes under ét.⁴⁰ Argumentet om, at obligationen ikke kan være såvel variabel som fast forrentet må anses for korrekt, da det er vanskeligt at se, hvordan et finansielt instrument kan ændre karakter, blot fordi renten når et givent niveau. Ud fra en dekomponeringstankegang er det formentlig mere korrekt at vurdere, om arrangementet består af en variabelforrentet obligation og en cap på renten (option). En sådan vurdering foretages i TfS 2002, 625 LR, hvor Ligningsrådet tager stilling til kvalifikationen af tre forskellige produkter (I, II og III), alle til brug for sikring af en maksimal rente i forbindelse med realkreditlån. De tre produkter har følgende karakteristika:

I. En aftale om en række optioner, der hver især knytter sig til en refinansiering. Aftalen indgås på et rentefinansieringstidspunkt og kan kun erhverves i tilknytning til lånet. Der kan ikke indgås mere end én aftale om rentesikring pr. lån, og aftalebeløbet på rentesikringen er på alle tidspunkter i løbetiden af samme størrelse som lånets restgæld. Løbetiden på rentesikringsaftalen er aldrig længere end det underliggende låns løbetid. En eventuel gevinst på aftalen, dvs. en udnyttelse af optionerne, kommer ikke til udbetaling som et kontant beløb, men resulterer via en minimumskurs på refinansieringstidspunktet i en reduceret ydelse og et hurtigere afdragsforløb afspejlende den lavere refinansieringsrente. Der opkræves ingen præmie ved indgåelse af rentesikringsaftalen. I stedet betales en forøget kontant rente på lånet.

II. En aftale, som svarer til model I, dog med den forskel, at præmien opkræves via en forøget bidragsats på lånet i sikringsperioden.

III. Et lån med variabel rente, der tilpasses markedsvilkår halvårligt. Lånet har som *et fast indbygget og uadskilleligt element* et loft over renten i de første fem leveår. Lånet afregnes over for kunden som et obligationslån, hvor kunden bærer det af markedet fastsatte kurstab. Der opkræves ingen særskilt og identificerbar præmie for renteloftet.

To af de forelagte produkter (I og II) anses for at være en kombination af et rentetilpasningslån og en række optioner, der giver ret til refinansiering til en aftalt minimumskurs, hvor den del af produktet, som består af en række optioner, som udgangspunkt er omfattet af KGL § 29. Det bemærkes, at der for begge produkter er tale om et *tillægsprodukt* til et rentetilpasningslån, hvor den konkrete pris på produkterne (størrelsen af optionspræmien) kan opgøres ved sammenligning med prisen på et tilsvarende rentetilpasningslån uden rentesikring. Det tredje forelagte produkt (III) anses dog for at være ét instrument ud fra argumentationen om, at produktet er et *specifikt udformet obligationslån* med variabel rente og et *indbygget renteloft* og betegnes som en model med fuld integration. Derfor foreligger der ikke et optionsbaseret produkt, men derimod om en obligation med variabel rente, der evt. kan fast-

fryses. Til forskel fra de to øvrige produkter skal model III behandles som ét instrument efter de almindelige regler i kursgevinstloven,⁴¹ hvor det afgørende synes at være, at der i model III ikke opkræves nogen særskilt og identificerbar præmie, eftersom der er tale om, at rentesikringen er bygget ind i selve lånet.

I vurderingen af, om der skal anlægges et dekomponeringsprincip, lægger Ligningsrådet således vægt på, om instrumenterne består af elementer, som kan adskilles fra hinanden. Derimod er det uden betydning, at de tre modeller kan have samme afkastprofil.

Endelig er der i TfS 2003, 113 LR taget stilling til kvalifikationen af et konvertibelt instrument, som indrømmer långiver ret til at konvertere obligationen til aktier mod en *yderligere betaling ved konverteringen*. Ifølge Ligningsrådet kan et sådant instrument ikke karakteriseres som en konvertibel obligation, eftersom de skatteretlige betingelser ikke er opfyldt.⁴² Ligningsrådet anser i stedet det omhandlede konvertible instrument som udtryk for et kombinationsprodukt bestående af to selvstændige instrumenter – en almindelig fordring og en option.⁴³ Det bemærkes i denne henseende, at selve konverteringsdelen i den tilbudte obligation både opfylder den civil- og skatteretlige definition af en option.

I denne afgørelse vurderes det således indledningsvis, om instrumentet opfylder betingelserne for at være en konvertibel obligation. Efter en afkræftelse heraf konkluderer Ligningsrådet, at instrumentet skal anses som to selvstændige instrumenter. Det fremgår dog ikke, hvad der lægges vægt på i denne bedømmelse, hvorfor det ikke vides, om det i denne forbindelse har været uden betydning, at de to finansielle instrumenter (fordringen og optionen) ikke kan adskilles fra hinanden. Endvidere er det uklart, om der er lagt vægt på, at konverteringsretten alene kan udnyttes mod en ekstra betaling.

I TfS 2009, 67 SR tager Skatterådet ligeledes stilling til kvalifikationen af et konvertibelt instrument, som ikke omfattes af det skatteretlige begreb *konvertibel obligation*. Værdipapiret kan eller skal i forskellige situationer konverteres til aktier, og indehaveren har som udgangspunkt ikke ret til at kræve kontant indfrielse. Skatterå-

det anser det konvertible værdipapir som en fordring omfattet af kursgevinstloven og bemærker, at der ikke skal foretages en selvstændig vurdering af tegningsretsdelen.

Det fremgår ikke klart, hvorfor resultatet i de to afgørelser falder forskelligt ud. Henses der til de tidligere afgørelser om "sammensatte" instrumenter, skyldes det formentlig, at konverteringsretten i TfS 2003, 113 LR indebærer en betaling ved udnyttelse, hvilket ikke er tilfældet i TfS 2009, 67 SR. I den første afgørelse kan der således identificeres to selvstændige instrumenter (en obligation og en option) med en selvstændig værdi.

Efter administrativ praksis synes der samlet at være lagt vægt på, om instrumenterne består af elementer, som kan adskilles fra hinanden, dvs. om de enkelte dele *kan fravælges*, og om der kan identificeres en selvstændig værdi. Derimod er den egentlige afkastprofil uden betydning.

5. Opsamlende betragtninger

Det følger af bemærkningerne til KGL § 29, at der anvendes et dekomponeringsprincip, hvorefter de delelementer et finansielt instrument består af, skatteretligt behandles særskilt.⁴⁴ For finansielle instrumenter, som alene består af en portefølje af terminskontrakter og aftaler om købe- og salgsretter, gælder, at reglerne i KGL §§ 29 - 33 finder anvendelse i forhold til den samlede aftale. Mindre sikkert er det, hvornår reglerne om finansielle kontrakter finder anvendelse i relation til *aftaler*, som kun delvist består af derivater.

I denne artikel er den skatteretlige kvalifikation af REPO'er, aktielån og forskellige former for obligationsudstedelser analyseret med det formål at vurdere, om der kan udledes generelle betragtninger i relation til dekomponeringsprincippet i KGL § 29. Denne praksis anvendes til inspiration og udgør derfor alene et spinkelt grundlag for nogen egentlig konklusion på spørgsmålet om anvendelsesområdet for et sådant dekomponeringsprincip.

Der synes ikke at kunne udledes nogen fast generel praksis for, hvad der er afgørende i vurderingen af, hvornår en aftale skal anses for at bestå af ét eller flere instrumenter. Visse kriterier synes dog at være gennemgående i de fleste afgørelser, hvor der foretages en vurdering af, om

instrumenterne skal dekomponeres, eller om der i kvalifikationen skal tages hensyn til formålet med aftalen. Afhængig af det konkrete instrument tillægges det betydning, om der er kursrisiko efter aftaleindgåelse, om det erlagte vederlag udgør en købssum eller ej og endelig om placeringen af midler kan identificeres. Disse kriterier synes at indgå i en samlet bedømmelse af, om de finansielle kontrakter fremstår som selvstændige kontrakter i en samlet aftale, eller om de er indbygget i ét samlet instrument.

Samlet må det med en vis sikkerhed kunne konkluderes, at dekomponeringsprincippet finder anvendelse for finansielle kontrakter, der indgår som et delelement i en samlet aftale, såfremt aftalen indeholder flere selvstændige juridiske instrumenter, hvor værdien af de enkelte instrumenter særskilt kan identificeres, og der ikke er indbyrdes sammenhæng mellem instrumenterne. Afgrænsningen af, hvornår værdien af de enkelte instrumenter særskilt kan identificeres, beror på en konkret vurdering. Der synes ikke at kunne udledes nogen tilstrækkelig fast praksis for, hvad der er afgørende i denne vurdering, hvorfor der ikke kan udledes nogen generelle kriterier.

Noter

1. Se bl.a. *Charles W. Smithson*: Managing Financial Risk. A guide to Derivative Products, Financial Engineering and Value Maximation, 1998, p. 320 et seq. og *S. Eckl et al.*: Financial Engineering. A Handbook of Derivative Products, 1990, p. 153.
2. Se bl.a. *Ria Falk og Søren Sønderholm*: R&R. 1999/10, p. 19 et seq.; *Kim Fücksel et al.*: Håndbog i finansielle instrumenter, 1991; *Kjeld Bergenfelt og Søren Rasmussen*: Kursgevinstloven, beskatning af kursgevinster og - tab samt finansielle kontrakter, 1994; *Jan Børjesson et al.*: Kursgevinstloven med kommentarer, 2004; *Søren Dalby Madsen og Hans Nissen-Petersen*: SR-Skat, 2007/2, p. 130 et seq.; *Henrik Dam et al.*: Skatteret Speciel del. 2008, p. 358 et seq.; *Gitte Skouby et al.*: Kursgevinstloven – en lovkommentar, 2000, p. 170 et seq.; *Jan Pedersen et al.*: Skatteretten 1, 2009, p. 669 et seq. og *Ove Lykke Zeimer*: SU 1997, 36.
3. Jf. pkt. 128 i cirk. nr. 134 af 29/7 1992 citeret i bemærkningerne til § 29 i lov nr. 439 af 10/6 1997 (L 194).
4. Jf. pkt. 128 i cirk. nr. 134 af 29/7 1992 citeret i bemærkningerne til § 29 i lov nr. 439 af 10/6 1997 (L 194).

5. Jf. pkt. 129 i cirk. nr. 134 af 29/7 1992 citeret i bemærkningerne til § 29 i lov nr. 439 af 10/6 1997 (L 194).
6. Jf. pkt. 129 i cirk. nr. 134 af 29/7 1992 citeret i bemærkningerne til § 29 i lov nr. 439 af 10/6 1997 (L 194).
7. Se *Michael J. Fleming og Kenneth D. Garbade: Current Issues in Economics and Finance*, 2003/6, pp. 1-2 samt *David J. Shakow: 43 Tax L. Rev.* 1, 1987, p. 33.
8. Jf. *David J. Shakow: 43 Tax L. Rev.* 1, 1987, p. 33.
9. Jf. *Michael J. Fleming og Kenneth D. Garbade: Current Issues in Economics and Finance*, 2003/6, pp. 1-2 og 5-6 samt *David J. Shakow: 43 Tax L. Rev.* 1, 1987, p. 33.
10. Finanstilsynet har i en vejledning til pengeinstitutterne af 22/12 1994 givet udtryk for, at REPO-aftaler, som udgangspunkt, skal behandles som lån mod sikkerhed i regnskabsmæssig henseende.
11. Der blev ved fastsættelse af salgs- og tilbagekøbskursen taget højde for, at den, som erhvervede obligationerne, ligeledes modtog de renter, der faldt på obligationerne i forretningens løbetid.
12. Ifølge Landsskatteretten er det en forudsætning for at indgå en såkaldt REPO og dermed kunne ud-/belåne papirerne, at investor ejer de værdipapirer, der ligger til grund for REPO'en, hvilket forudsætter, at investor som udgangspunkt har haft midler til at anskaffe de pågældende værdipapirer, jf. TfS 1998, 735 LSR. Afgørelsen vedrører et lånefinansieret arrangement med investering i valutaoptioner, som blev tilsidesat af Landsskatteretten under argumentationen om, at arrangementet ansås for en regnskabsmæssig konstruktion uden reelt økonomisk og forretningsmæssigt indhold. Landsskatteretten lagde vægt på, at arrangementet ikke var tilstrækkeligt dokumenteret og fandt af den årsag, at gælden og forrentningen heraf ikke påhvilede investorerne, ligesom investorerne ikke ansås for at have erhvervet de finansielle kontrakter.
13. Afgørelsen vedrører både REPO'er af obligationsserier med og uden udtrækning, hvor der i relation til aftalerne om obligationsserier med udtrækning er givet to alternative varianter. Det er netop disse to varianter, der henvises til her.
14. I SU 1997, 36 anfører *Ove Lykke Zeimer*, at der ikke er noget mærkeligt ved denne kvalifikation, eftersom aftalen reelt blot er et udtryk for et lån.
15. Jf. pkt. 129 i cirk. nr. 134 af 29/7 1992 citeret i bemærkningerne til § 29 i lov nr. 439 af 10/6 1997 (L 194).
16. Jf. *Gitte Skouby et al.: Kursgevinstloven – en lovkommentar*, 2000, p. 170.
17. Jf. *Henrik Dam et al.: Skatteret Speciel del*, 2008, p. 359.
18. Ved lov nr. 1003 af 10/10 2008 om finansiel stabilitet, blev der i værdipapirhandelslovens § 39 indført hjemmel til, at Finanstilsynet kan fastsætte regler om forbud mod *shortselling* af aktier. Allerede samme dag, som forslaget blev vedtaget, udstedte Finanstilsynet bekendtgørelse nr. 1004 af 10/10 2008 om forbud mod *shortselling* af danske bankaktier, der er optaget til handel på et reguleret marked. For mere herom se *Henrik Kure: UfR* 2010, 413.
19. I TfS 1989, 471 T & S afviser Ligningsrådet at give bindende forhåndsbesked, men fandt dog stadig anledning til at udtrykke sin opfattelse af retstilstanden.
20. Jf. TfS 2009, 982 SR ; TfS 2009, 283 SR ; TfS 2008, 704 LR ; TfS 2008, 600 SR ; TfS 2008, 517 SR ; TfS 2004, 152 LSR ; TfS 2002, 755 LR og TfS 1999, 408 LR.
21. Dette gør sig blandt andet gældende for Morgan Stanley & Co. International Limited – Overseas Securities Lenders Agreement (OSLA) og International Securities Lenders Association (ISLA), jf. bl.a. TfS 2002, 755 LR.
22. Reglerne om udlån af værdipapirer (eks. obligationer) skal skatteretligt sidestilles med reglerne eller praksis om udlån af aktier, jf. TfS 2009, 982 SR og TfS 2008, 704 LR.
23. I TfS 1999, 408 LR er det tillagt afgørende vægt, at de omfattede aktier er børsnoterede sådan, at der er "*sikret en vis mængde og handelsaktivitet med de pågældende aktier*". Det er dermed ikke afgørende, hvor aktierne er noteret, når blot betingelsen om, at der er sikret en vis mængde og handelsaktivitet med de pågældende aktier, er opfyldt, jf. TfS 2002, 755 LR.
24. Såfremt der en eller flere gange indgås aftale om at forlænge aktieudlånet i op til 6 måneder, anses denne betingelse ikke længere for opfyldt, jf. TfS 2009, 283 SR. Dette er dog ikke af betydning efter praksisændringen i TfS 2011, 886 SR.
25. I TfS 2004, 152 LSR tager Landsskatteretten stilling til den skatteretlige behandling af gevinsten/tab, som låntager opnår ved videresalg af de lånte aktier samt beskatningen af udbyttet på de lånte aktier. I den påklagede afgørelse fra Ligningsrådet anses aftalen som et lån. Selve kvalifikationsspørgsmålet er ikke påklaget til Landsskatteretten, hvorfor denne opfattelse er lagt til grund ved besvarelsen. Uanset, at beskatningen af gevinster og tab på salg og genkøb af lånte aktier samt udloddende udbytter er relevant for den samlede aftale, er den skatteretlige behandling af sådanne afkast ikke yderligere behandlet i denne artikel. For nærmere herom, se bl.a. TfS 2011, 886 SR ; TfS 2010, 545 SR ; TfS 2009, 283 SR ; TfS 2008, 600 SR samt i litteraturen *Jane Bolander: SR-Skat*, 2011/6, p. 284 et seq. og *Jakob Bundgaard: SpO*, 2006, p. 17 et seq.
26. For låneaftaler med obligationer som underliggende aktiv, hvor leveringen opgives for obligationer der udtræk-

- kes, anses realisationstidspunktet dog for at være det tidspunkt, hvor udtrækningsprovenuet udbetales (i modsætning til det tidspunkt, hvor låneaftalen indgås), jf. TfS 2009, 982 SR.
27. Praksisændringen har virkning for aktielånsaftaler, der indgås pr. 11/10 2011, jf. SKATs styresignal om overdragelse af aktier til lån offentliggjort som TfS 2011, 877 SKAT. Se også *Jane Bolander*: SR-Skat, 2011/6, p. 284 et seq.
 28. De omhandlede lånsaftaler indeholdt ikke et bestemt udløbstidspunkt, men långiver kunne i henhold til aftalevilkårene opsiges lånene til ophør 3 bankdage efter den dag, opsigelsen kom låntageren i hænde. Låntager kunne opsiges lånene til ophør den næstfølgende bankdag.
 29. Eftersom terminskontrakten formentlig alene kan opfyldes ved levering, vil kontrakten imidlertid være undtaget for beskattning efter kursgevinstloven, jf. KGL § 30, stk. 1, nr. 5.
 30. Når aktien anses for udlånt, og låntager videresælger aktien i markedet, opstår der en situation, hvor den samme aktie i realiteten har to ejere.
 31. For strukturerede fordringer, som er særskilt reguleret efter KGL § 29, stk. 3, gælder ikke samme problematik. For sådanne instrumenter følger et lovfæstet integrationsprincip, hvorefter fordringen og den ”indbyggede” finansielle kontrakt, anses som ét samlet instrument, der behandles efter reglerne for finansielle kontrakter. Den del af afkastet, som opfylder det skatteretlige rentebegreb, behandles dog fortsat som en rente.
 32. For mere herom se *Jakob Bundgaard*: TfS 2012, 7.
 33. Skulle instrumenterne behandles sammen som ét instrument, ville tabet formentlig i stedet have været et kurstab, såfremt tegningsretterne blev kvalificeret som en del af lånet.
 34. I afgørelsen henvises til Skatteministeriets svar offentliggjort i TfS 1992, 2 SKM, hvor der redegøres for, hvorledes privatpersoner, der deltager i de såkaldte valutapuljer, skal beskattes af afkastet af investeringen i valutapuljen. Deltagelsen i valutapuljen betragtes skattemæssigt som deltagelse i et interessentskab, og den enkelte deltager opgør sit forholdsmæssige resultat af hver enkel transaktion i puljen efter de gældende skatteregler, herunder de gældende regler om begrænsning i tabsfradrag.
 35. Den dagældende KGL § 8 C.
 36. Se *Jesper Frøkjær og Søren Sønderholm*: SR-Skat, 2007, p. 494, hvorefter denne type af investeringsprodukter også inden indsættelsen af KGL § 29, stk. 3 var reguleret af kursgevinstlovens regler, og i henhold til praksis afhang beskattningen bl.a. af, om produktet kunne kvalificeres som blåstemplet, jf. KGL § 14, om renten skulle kvalificeres som skattemæssig rente eller kursgevinst, og om produktet ud fra en transparensbetragtning skulle kvalificeres som en fordring eller en kombination af en fordring og et finansielt instrument.
 37. Ved puljeordninger anvendes en transparensbetragtning, således at den enkelte deltager beskattes af en forholdsmæssig andel af afkastet af de finansielle kontrakter svarende til sin andel i puljen, jf. bl.a. TfS 2010, 131 SR og TfS 2009, 764 SR. Det fremgår direkte af bemærkningerne til KGL § 29, at finansielle kontrakter, som indgår i puljeordninger, omfattes af reglerne i KGL § 29.
 38. For sådanne obligationer er denne sondring ikke længere relevant, da en sådan investering formentlig altid omfattes af KGL § 29, stk. 3. Afgørelsen kan derfor alene anvendes til at udlede, hvilke kriterier der lægges til grund ved vurderingen af, om der skal anlægges et dekomponeringsprincip ved kvalifikationen af finansielle instrumenter.
 39. I afgørelsen tages stilling til, om det tidligere mindsterentekrav i kursgevinstloven opfyldes.
 40. Afgørelsen er kommenteret af *Tommy V. Christiansen* i JUS 2002, 5.
 41. Instrumentet i model III anses ikke for at indeholde elementer, som skal behandles efter KGL § 29, men kvalificeres som en sortstemplet obligation, eftersom det på tidspunktet gældende mindsterentekrav ikke er opfyldt, jf. den dagældende KGL § 38.
 42. Konvertible obligationer er omfattet af aktieavancebeskatningslovens regler, jf. ABL § 1, stk. 3, jf. KGL § 1, stk. 4. Efter den skatteretlige definition heraf, er det en betingelse, at fordringen uden yderligere betaling skal kunne konverteres til en aktie. For den skatteretlige behandling af konvertible obligationer se bl.a. *Christen Amby*: SR-Skat, 2011/5, pp. 301-307; *Jakob Bundgaard*: TfS 2003, 523 ; *Torben Buur*: TfS 2011, 80 ; *Thomas Rønfeldt og Erik Werlauff*: TfS 2008, 1043 samt *Nikolaj Vinther og Erik Werlauff*: TfS 2003, 345.
 43. Det skal bemærkes, at der i litteraturen er uenighed om, hvorvidt denne afgørelse er korrekt. Kritikken af afgørelsen omhandler dog ikke spørgsmålet om, hvorvidt der foreligger ét eller to instrumenter, men om begrebet ”konvertibel obligation” i skatteretlig og selskabsretlig henseende skal være sammenfaldende. For denne debat se *Jakob Bundgaard* i TfS 2003, 995 og TfS 2003, 523 samt *Nikolaj Vinther og Erik Werlauff* i TfS 2003, 705 og TfS 2003, 345.
 44. Jf. pkt. 128 og 129 i cirk. nr. 134 af 29/7 1992 citeret i bemærkningerne til § 29 i lov nr. 439 af 10/6 1997 (L 194).