

Udskriftsdato: 20. december 2025

AFG nr 9649 af 26/01/2016 (Gældende)

Bindende svar - Aktieoptioner, værdiansættelse, Black-Scholes, Ligningsrådets formel

Ministerium: Skatteministeriet

Journalnummer: 14-5146413

Bindende svar - Aktieoptioner, værdiansættelse, Black-Scholes, Ligningsrådets formel

Skatterådet fandt, at Ligningsrådets formel ikke skulle anvendes til beregning af værdien af aktieoptioner i et selskab, hvis værdi består af børsnoterede aktier og investeringsbeviser. De pågældende aktieoptioner skulle derimod værdiansættes efter Black-Scholes modellen.

Skatterådsmøde 26. januar 2016 - SKM2016. 103. SR

Spørgsmål

1. Kan Skatterådet bekræfte, at optionsaftalerne vedrørende køb af aktier i A A/S under de nedenfor angivne omstændigheder kan værdiansættes på basis af principperne i Ligningsrådets vejledende beregningsregel, jf. TfS 1995, 197 LR og TfS 1995.242 LR?
2. Kan Skatterådet bekræfte, at værdien af optionerne vedrørende køb af aktier i A A/S under de nedenfor angivne omstændigheder er lavere i forhold til en aktieoption, som ikke har tilsvarende begrænsninger, og at der skønsmæssigt kan foretages et nedslag i værdien?
3. Såfremt Skatterådet kan svare bekræftende på spørgsmål 2, kan Skatterådet så bekræfte, at der kan anvendes et skønsmæssigt nedslag på værdien af optionerne vedrørende køb af aktier i A A/S, og at dette skøn kan fastsættes til 57 % under nedenfor angivne omstændigheder?
4. Såfremt Skatterådet kan svare bekræftende på spørgsmål 2, kan Skatterådet så angive - hvis et skønsmæssigt nedslag på 57 % ikke kan accepteres - hvilket skønsmæssigt nedslag på værdien af optionerne Skatterådet i så fald vil mene, at der kan anvendes?
5. Såfremt spørgsmål 2 besvares benægtende, kan Skatterådet så bekræfte, at værdien af optionerne vedrørende køb af aktier i A A/S efter Ligningsrådets vejledende beregningsregel udgør kr. 1.233.488, såfremt udnyttelseskursen reguleres for udbytte udloddet i perioden indtil eventuel udnyttelse?

Svar

1. Nej
2. Nej
3. Bortfalder
4. Bortfalder
5. Nej

Beskrivelse af de faktiske forhold

Selskabet A A/S blev stiftet i 2014. Hver kapitalandel har én stemme og udgør kr. 1. Selskabet ejes i dag af en række øvrige selskaber. De udtimative ejere er en far og dennes børn. Et af selskaberne - selskab B A/S - indskød tkr. 185, mens de øvrige selskaber hver indskød hver tkr. 52,5.

Kapitalejerne i A A/S har i 2014 vedtaget en kapitalforhøjelse, hvorefter selskabskapitalen udgør tkr. 690. Kapitalforhøjelsen udgjorde således tkr. 190 og blev indbetalt til kurs 100.000. Selskabets egenkapital udgør derfor tkr. 190.500 med en overkurs på tkr. 189.810. Kursen pr. aktie i A A/S er herefter 276,08696.

Kapitalforhøjelsen blev gennemført forholdsmæssigt i forhold til kapitalejernes kapitalandele. B A/S indskød således ved kapitalforhøjelsen tkr. 70.300., mens de øvrige selskaber hver indskød tkr. 19.950.

A A/S' formål er at investere i værdipapirer og dermed beslægtet virksomhed. Selskabets investeringer er placeret hos Nordea Investment Management. Selskabet vil hovedsageligt investere i børsnoterede porteføljeaktier og i Nordeas egne investeringsforeninger.

Kapitalejerne i A A/S har besluttet at indgå en ejeraftale. Alle kapitalejerne har dog på nuværende tidspunkt ikke nået at underskrive ejeraftalen, men SKAT bedes ved besvarelsen af denne anmodning lægge til grund, at nærværende ejeraftale træder i kraft.

Optionsaftale

B A/S har i 2014 indgået en optionsaftale med hver af de øvrige kapitalejere i A A/S. De øvrige optionsaftaler er enslydende.

Det fremgår af optionsaftalerne, at køber-selskaberne hver har en ret til 5 år efter underskrivelsen at købe nominelt kr. 42.550 aktier i A A/S af B A/S til kurs 276,08696.

Det følger heraf, at køber-selskaberne hver har en ret til at købe 1/6 af B A/S' aktier i A A/S (det vil sige 1/6 af 37 %) til handelsværdien på tidspunktet for indgåelse af optionsaftalen. På dette tidspunkt bestod aktiverne i A A/S alene af kontanter, idet der endnu ikke var investeret i porteføljeaktier. Dermed svarer retten i optionsaftalerne til, at køber-selskaberne kan købe hver cirka 6,17 % af egenkapitalen i A A/S på tidspunktet for indgåelsen af aftalen på tkr. 190.500, i alt svarende til en købesum på kr. 11.747.500.

Der er alene tale om en køberet og ikke en samtidig salgsret i nærværende optionsaftaler. Det vil sige, at ikke er indgået modgående kontrakter. Køberetten giver som nævnt ret til at købe aktier i A A/S til markedsværdien af aktierne på tidspunktet for udstedelse af køberetten. Optionsaftalerne kan alene udnyttes ved køb af alle 42.550 stk. aktier. Køberetten kan ikke afstås og kan kun opfyldes ved levering. Køberetten vil derfor ikke være omfattet af kursgevinstlovens regler om finansielle kontrakter.

Indgåelse af optionsaftalerne skal ske på markedsvilkår. Optionsaftalerne skal derfor værdiansættes på tidspunktet for indgåelse af aftalerne. Det følger af optionsaftalen, at køberetten er værdiansat til kr. 0, indtil værdien er nærmere afklaret med SKAT. Parterne vil således regulere værdien af køberetten og betale købesummen, når der er modtaget svar på nærværende anmodning om bindende svar fra SKAT.

Indgåelse af nærværende køberetsaftaler skal efter repræsentantens opfattelse ikke anses som indgåelse af aftaler om salg i henhold til aktieavancebeskatningslovens § 30, stk. 1. Optionsaftalen medfører derfor ikke, at aktierne i A A/S skal anses for solgt af B A/S på aftaletidspunktet. Der vil først ske realisationsbeskatning, såfremt køberetterne udnyttes, og der indgås endelig aftale om salg.

Spørgers opfattelse og begrundelse

Spørgsmål 1

Ligningsrådet har opstillet en vejledende beregningsmodel for værdiansættelsen af tegningsretter og aktieoptioner, jf. TfS. 1995.197. LR og 242. LR. I henhold til praksis kan denne model som udgangspunkt anvendes, når det underliggende aktiv er unoterede aktier, jf. Den juridiske vejledning 2014, afsnit C. A. 5.17.2.4. samt SKM2010. 714. SR og SKM2010. 715. SR.

Ligningsrådets formel er baseret på følgende parametre: Handelsværdien af aktierne på tildelingstidspunktet, udnyttelseskursen / exerciseprisen, perioden i måneder og diskontoen plus 4 %, fratrullet 50 % skat, pr. måned. Beregningsmodellen forudsætter en vis naturlig begrundet sammenhæng mellem den aktuelle handelsværdi og exerciseprisen. En anden forudsætning ved beregningsmodellen er, at optionen har en vis løbetid (3-5 år). Ligningsrådets beregningsmodel tager udgangspunkt i en aktieoption, som er "simpel" i sin natur. Det vil sige en aktieoption, som eksempelvis ikke er omfattet af omsættelighedsbe-

grænsninger og dermed kan overdrages og udnyttes på et hvilket som helst tidspunkt i løbetiden, og hvor værdien ikke "udvandes" i løbetiden.

Formlen antager primært, at værdien af en option er lig med den rentebesparelse, som modtageren opnår ved at få tildelt optionen fremfor at skulle købe den underliggende aktie.

En værdiansættelse efter Ligningsrådets formel af nærværende køberetter til B A/S' aktier i A A/S medfører, at de enkelte køberetter kan ansættes til kr. 1.233.488. Beregningen er vedlagt anmodningen. I beregningen er handelsværdien på tildelingstidspunktet og exerciseprisen fastsat til kr. 11.747.500, mens løbetiden er fastsat til 63 måneder (5 år fra underskrivelse plus 90 dage svarende til 3 måneders udnyttelsesperiode - i alt 63 måneder).

Det er vores opfattelse, at optionsaftalerne vedrørende køb af aktier i A A/S kan værdiansættes på basis af principperne i Ligningsrådets vejledende beregningsregel og dermed på grundlag af handelsværdien på tidspunktet for underskrivelse af aftalerne, som ligeledes er exerciseprisen.

På baggrund af ovennævnte er det vores opfattelse, at spørgsmål 1 bør besvares med ja.

Spørgsmål 2

Som det fremgår ovenfor under spørgsmål 1, forudsætter anvendeligheden af Ligningsrådets vejledende beregningsregel, at den pågældende aktieoption har særlige karakteristika, herunder at den er "simpel" i sin natur, uden omsættelighedsbegrænsninger eller andre begrænsninger. En værdiansættelse efter Ligningsrådets formel er derfor alene vejledende for skønnet over aktivets værdi, og som i mangel af andet kan anvendes til at finde rettens værdi. Dette er anført af Aktieanalysegruppen, som udviklede formelen. Gruppen anførte ligeledes, at der ved værdiansættelsen bør tages hensyn til forhold, som kan påvirke optionens værdi.

Ligeledes følger det af bilag 23 til L194 (1996-97), at beregningsmodellen ikke blot kan benyttes bevidstløst. Tværtimod er det nødvendigt at gå ind og foretage en vurdering af, om formelen under hensyntagen til de nærmere omstændigheder i den konkrete situation, må antages at føre til en korrekt værdiansættelse, jf. nævnte bilag 23. Det følger således også af praksis, at Lignings- og Skatterådet har godkendt flere forskellige metoder til værdiansættelse af køberetter.

Det er vores opfattelse, at nærværende optionsaftaler vedrørende køb af aktier i A A/S ikke har samme karakteristika som en almindelig aktieoption, hvor værdien kan fastsættes alene efter Ligningsrådets formel. Det er således vores opfattelse, at der er flere forhold / begrænsninger ved nærværende optionsaftaler, som Ligningsrådets formel ikke tager højde for. Der bør således - i overensstemmelse med ovenstående - tages hensyn til de konkrete omstændigheder ved værdiansættelsen. Den beregnede værdi efter Ligningsrådets formel af køberetterne til B A/S' aktier i A A/S bør derfor efter vores opfattelse ikke anses for at være udtryk for handelsværdien af køberetterne, men bør reduceres.

De forhold, som i henhold til vores opfattelse, bør reducere optionernes værdi i nærværende situation er følgende:

- Begrænsning i omsættelighed
- Begrænsning i forhold til udnyttelse (bindingsperiode)
- Løbende udbytteudlodning
- Usikkerhed om markedsværdi
- Den reelle løbetid for aktieoptionerne

Køberetterne til aktierne i A A/S er omfattet af omsættelighedsbegrænsninger. For det første følger det af optionsaftalerne, at køberetterne ikke kan afstås, men alene indløses. Denne begrænsning forringer

værdien af optionerne i forhold til tilsvarende aktieoptioner uden denne begrænsning, hvilket der bør tages hensyn til ved opgørelse af markedsværdien.

Endvidere følger det af optionsaftalerne, at køberetterne alene kan udnyttes på udløbsdatoen og dermed 5 år efter underskrivelsen og i en periode på 3 måneder. Optionerne kan således karakteriseres som europæiske aktieoptioner, hvor køberetterne alene kan udnyttes på udløbsdatoen og ikke på et vilkårligt tidspunkt frem til udløbsdatoen som en amerikansk aktieoption. Denne omsættelighedsbegrænsning (bindingsperiode) forringer ligeledes værdien af optionerne i forhold til tilsvarende aktieoptioner uden denne begrænsning, hvilket der også bør tages hensyn til ved opgørelse af markedsværdien.

Ovennævnte to omsættelighedsbegrænsninger ved køberetterne til aktierne i A A/S bør efter vores opfattelse medtages ved opgørelsen af handelsværdien, set i forhold til aktieoptioner, som ikke har tilsvarende begrænsninger.

Kapitalejerne i A A/S ønsker en fleksibel udbytt mulighed. Det er således hensigten, at der udloddes løbende udbytte fra A A/S til kapitalejerne. Kapitalejerne forventer, at der udloddes maksimalt udbytte i perioden indtil en eventuel udnyttelse af optionerne. Dette er begrundet i, at køber-selskaberne skal oparbejde likviditet i selskaberne, således at de - såfremt udnyttelse af aktieoptionerne bliver aktuelt om 5 år - vil være i stand til at udnytte optionen og erlægge købesummen på hver kr. 11.747.500.

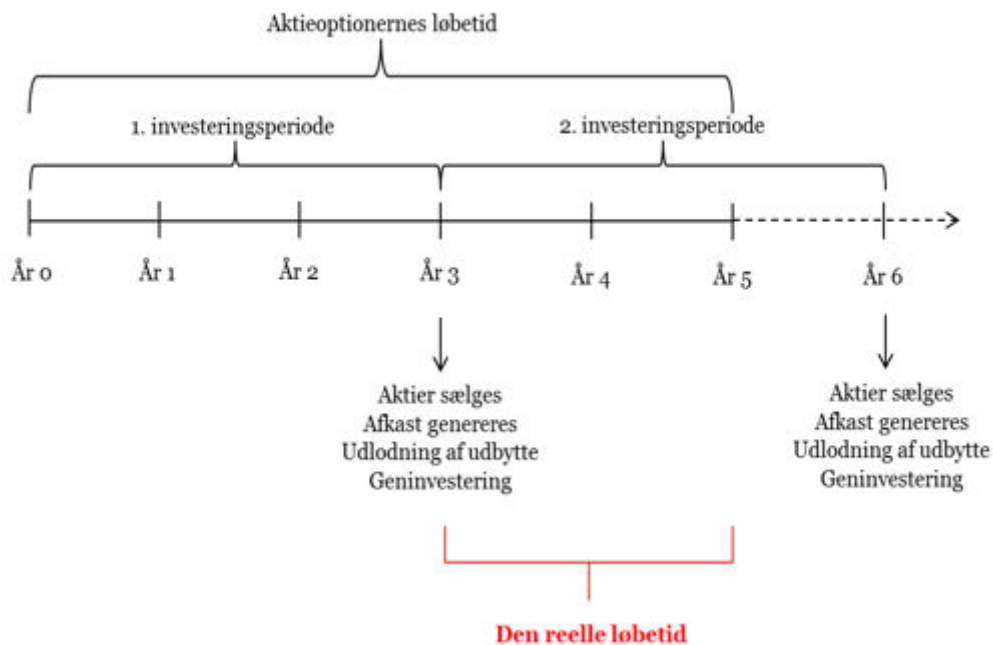
Som det fremgår af sagens materiale, er der i nærværende optionsaftaler ingen bestemmelse, som i løbetiden regulerer for udlodning af udbytte. Dermed vil værdien af aktieoptionerne udvandes, når der udloddes udbytte fra A A/S til kapitalejerne, idet der ved udlodningerne tages midler ud af selskabet. Derfor vil udlodning af et stort udbytte fra A A/S forringe værdien af selskabet og dermed af aktieoptionerne. Dette taler ligeledes for, at optionerne skal værdiansættes lavere set i forhold til en situation, hvor der ikke er tilsvarende udbyttepolitik, eller hvor exercisekursen reguleres. Køberselskaberne / optionsejerne bør således kompenseres herfor. Vi skal i denne forbindelse henvise til SKM2010. 714. SR, hvor Skatterådet var enig i, at udbytte, som udloddes i perioden fra optionsaftalens indgåelse og indtil udnyttelse af en option, reducerer værdien af optionen. I den konkrete sag kunne udnyttelseskursen nedsættes forholdsmæssigt med udloddet udbytte. En regulering for udlodning af udbytte ved værdiansættelsen af optionerne vil efter vores opfattelse tilsvarende være i overensstemmelse med praksis.

På tidspunktet for indgåelse af optionsaftalerne var der ikke foretaget investeringer i A A/S. Der var således ikke tilført værdi til selskabet, og aktiverne bestod alene af kontanter. Dertil kommer, at den fremtidige værdi af aktierne i A A/S er meget usikker, idet denne alene vil afhænge af selskabets fremtidige porteføljeinvesteringer. Derfor er det heller ikke åbenbart, at køber-selskaberne vil udnytte aktieoptionerne.

Køberetterne vil alene blive udnyttet, hvis det er en fordel for køberselskaberne, hvilket som sagt vil afhænge af, om værdien af aktierne er steget eller faldet siden aftaleindgåelsen og dermed af selskabets fremtidige porteføljeinvesteringer. Der er ingen historik i A A/S, og derfor er det uvist, hvor stort et afkast der vil blive genereret. Dertil kommer, at i og med A A/S alene vil investere i porteføljeaktier, vil selskabet ikke have kontrol over de selskaber, som der investeres i. Usikkerheden omkring aktiernes fremtidige markedskurs repræsenterer efter vores opfattelse derfor også et forhold, som der bør justeres for.

Det er kapitalejernes forventning, at tidshorisonten for de porteføljeaktier, som A A/S vil investere i, vil være cirka 3 år. I løbet af aktieoptionernes løbetid på 5 år vil de "første" investeringer foretaget i A A/S derfor dels (forhåbentligt) have genereret et afkast, som er udloddet til kapitalejerne, og dels vil selskabet have reinvesteret i nye porteføljeaktier. Det er derfor vores opfattelse, at den reelle løbetid for køberetterne med nævnte 3 årige tidshorisont i stedet for bør være cirka 2 år. Dermed bør handelsværdien af aktieoptionerne reguleres for den reelle løbetid i denne konkrete situation.

Det er således ikke relevant for værdien af aktierne i A A/S på et eventuelt udnyttelsestidspunkt, hvad selskabet investerer i indledningsvist ("år 1"). I stedet bør værdien afhænge af, hvad selskabet investerer i i "år 4 og 5", da der vil ske en form for nulstilling for de 3 første år. Det vil derfor ikke være rimeligt at regne de første 3 år med i løbetiden ved opgørelse af handelsværdien af aktieoptionerne, idet kapitalejerne ikke får glæde af denne initiale investering, som A A/S foretager. Dette taler ligeledes for, at værdien af optionerne skal værdiansættes lavere. Ved opgørelse af handelsværdien af aktieoptionerne bør den reelle løbetid efter vores opfattelse anvendes. Den reelle løbetid er illustreret nedenfor:



Som det fremgår af ovenstående, er der flere forhold, som i denne konkrete situation bør medføre, at værdien af køberetterne til aktierne i A A/S bør reduceres, idet der er flere begrænsninger i optionsaftalerne, som Ligningsrådet formel ikke højde for. Hvis værdien ikke reguleres, vil køberetterne efter vores opfattelse være overvurderet set ud fra køberselskabernes synspunkt sammenlignet med en køberet, som ikke har tilsvarende begrænsninger. Det skal i denne forbindelse bemærkes, at købeselskaberne - såfremt de vælger at udnytte aktieoptionerne om 5 år - stadig vil være minoritetsaktionærer i A A/S.

Vi skal afslutningsvis henvise til kapitel 12 i "Aktieafsløning - erfaringer, jura, regnskab, værdi og skat", afsnit 10 "Forhold som reducerer en options værdi" skrevet af Tinus B. Christensen, som behandler en række forhold, herunder omsættelighedsbegrænsninger og risikoen for bortfald, som i praksis medfører en reduktion af en options teoretiske markedsværdi.

På baggrund af ovennævnte er det vores opfattelse, at spørgsmål 2 bør besvares med ja, hvorefter spørgsmål 5 bortfalder.

Spørgsmål 3 og 4

Som det fremgår ovenfor under spørgsmål 2, tager den vejledende (teoretiske) værdi beregnet efter Ligningsrådets formel ikke højde for eventuelle særlige begrænsninger ved aktieoptionerne. Formlen tager i stedet udgangspunkt i en "simpel" option. Eftersom køberetterne til aktierne i A A/S har særlige begrænsninger sammenlignet med andre tilsvarende optioner, er det vores opfattelse, at den beregnede værdi er for høj og derfor bør reguleres. Et skønsmæssigt nedslag i værdien vil tage højde for de særlige begrænsninger som nærværende aktieoptioner har, herunder særligt vedrørende den reelle løbetid.

Det er endvidere vores opfattelse, at det skønsmæssige nedslag kan udgøre 57 %. Dette er beregnet på grundlag af den reelle løbetid for aktieoptionerne, hvormed der gives et nedslag for de første 36 måneder (svarende til den første 3 årige tidshorisont, som "nulstilles") ud af i alt 63 måneder ($36 / 63 = 57 \%$). Det er i stedet kun de sidste 27 måneder af løbetiden, som reelt bestemmer værdien af aktieoptionerne, jf. begrundelsen under spørgsmål 2. Dermed vil værdien kunne opgøres til 43 % af den beregnede værdi efter Ligningsrådets formel på kr. 1.233.488. Handelsværdien af køberetterne kan derfor opgøres til hver især kr. 530.400.

Det skønsmæssige nedslag på 57 % er som nævnt beregnet på grundlag af den reelle løbetid, hvormed der ikke er taget særskilt højde for de øvrige begrænsninger ved køberetterne til aktierne i A A/S. Det er dog vores opfattelse, at værdien af køberetterne på kr. 530.400 bør anses for handelsværdien.

På baggrund af ovennævnte er det vores opfattelse, at spørgsmål 3 bør besvares med ja, hvorefter spørgsmål 4 bortfalder.

Spørgsmål 5

Såfremt SKAT ikke er enig i, at værdien af optionerne vedrørende køb af aktier i A A/S skønsmæssigt kan reduceres set i forhold en aktieoption, som ikke har tilsvarende begrænsninger, således at værdien af optionerne skal opgøres til kr. 1.233.488 efter Ligningsrådets formel, er det vores opfattelse, at udnyttelseskursen kan reguleres i overensstemmelse med praksis.

Skatterådet har i SKM2010. 714. SR godkendt, at udnyttelseskursen i den konkrete situation kunne nedsættes forholdsmæssigt med udloddet udbytte i perioden fra aftalens indgåelse og frem til dens eventuelle udnyttelse. Skatterådet anfører i afgørelsen, at værdien af aktierne i selskabet alt andet lige vil falde, idet der ved udlodningen af udbytte tages midler ud af selskabet.

Som vi har anført ovenfor under spørgsmål 2, har udbyttepolitikken i A A/S stor betydning for værdien af aktieoptionerne. På baggrund af ovenstående praksis er det derfor også vores opfattelse, at parterne vil kunne regulere udnyttelseskursen for udbytte udloddet fra A A/S i perioden indtil en eventuel udnyttelse af køberetterne til aktierne i selskabet. Dette vil ligeledes være i overensstemmelse med optionsaftalerne.

Repræsentantens høringssvar af 29. maj 2015

Vi fastholder i det hele vores bemærkninger i anmodningen om bindende svar. SKATs indstilling giver os herudover anledning til nedenstående kommentarer.

1. Den anvendte risikofrie rente

Det er grundlæggende vores opfattelse, at køberetterne skal værdiansættes i overensstemmelse med Ligningsrådets formel, eftersom der er tale om et unoteret selskab, og der findes ikke praksis mv., som indikerer, at Ligningsrådets formel ikke kan anvendes, såfremt det unoterede selskab evt. ejer børsnoterede værdipapirer.

Hvis SKAT omvendt fastholder, at Black-Scholes modellen skal anvendes, skal denne model imidlertid anvendes i overensstemmelse med almindelige værdiansættelsesprincipper. Som led i SKATs begrundelse for indstillingen til bindende svar, har SKAT foretaget en beregning af køberetternes værdi ved brug af en Black-Scholes model. Ved anvendelsen heraf har SKAT anvendt en rente baseret på en 10-årig løbetid, hvilket ikke stemmer overens med løbetiden på de konkrete køberetter.

Vi bemærker i den forbindelse, at det er generel værdiansættelsespraksis, at den risikofrie rente fastlægges ud fra den effektive rente pr. værdiansættelsesdatoen (tildelingen) på en statsobligation med bedst muligt matchende løbetid, hvilket er en naturlig følge af den teori, der ligger bag Black-Scholes modellen.

Dette forhold syntes da også at afspejle sig i SKATs egen praksis, se bl.a. SKM2011. 5. SR hvor SKAT fremfører:

"Skatteministeriet er enige med repræsentanten i, at fastlæggelse af renteniveau som udgangspunkt bør matche løbetiden for optionen, når værdien af en sådan skal beregnes. Renteniveauet bør derfor som udgangspunkt fastsættes på baggrund af den mulige optionsløbetid på 4 år... "

Da løbetiden på nærværende optioner i A A/S er 5,3 år, bør der således anvendes en rente med en løbetid på 5,3 år. Rente på en dansk statsobligation med en løbetid på 5,3 år kan estimeres til 0,52 % pr. 12. juli 2014, hvilket bør lægges til grund for den konkrete vurdering (fremkommet ved interpolation mellem den 5-årige rente på 0,48 % og den 10-årig rente på 1,25 % trukket fra S&P Capital IQ).

Justeres renten til dette niveau i SKATs Black-Scholes beregning medfører det isoleret set, at den estimerede værdi af køberetterne ændres fra kr. 1.964.694 til kr. 1.744.048. På basis af ovenstående skal vi således gøre gældende at løbetiden på den risikofrie rente, der anvendes i en Black-Scholes model bør svare til løbetiden på køberetten og at værdiansættelsesberegningen derfor under alle omstændigheder skal korrigeres i overensstemmelse hermed.

2. Regulering for udlodning af udbytte

Som anført i anmodningen om bindende svar, er det hensigten, at der udloddes løbende udbytte fra A A/S til kapitalejerne, hvilket skyldes, at køberselskaberne vil skulle oparbejde den nødvendige likviditet til at kunne udnytte køberetterne.

På den baggrund forekommer det ikke at være korrekt, at SKAT ikke har indeholdt udbytteudlodninger i den udarbejdede Black-Scholes beregning til trods for, at der er klare forventninger om et sådant udbytte.

Forventede udbyttebetalinger er et vigtigt aspekt i forbindelse med værdiansættelsen af optioner, da udbyttebetalingen har stor betydning for det underliggende aktivs værdi og dermed værdien af optionen.

Hvis et selskab udlodder udbytte, vil dette alt andet lige reducere værdien af selskabet og dermed den enkelte aktie, samtidigt med at aktieindehaveren modtager en gevinst i form af udbyttet. Denne gevinst tilfalder derimod ikke en optionsindehaver, hvorfor man er nødt til at korrigere herfor ved estimering af en teoretisk korrekt værdi af optionen.

For selskaber som A A/S, hvor det underliggende aktiv forventes at udbetale udbytte i optionens løbetid, må der således korrigeres herfor i værdiansættelsen af optionen for at afspejle en reel handelsværdi. Det er derfor vores klare opfattelse, at en korrekt værdiansættelse af køberetterne vedrørende A A/S skal tage højde for dette udbytteelement.

Det udbytte, der indgår i Black-Scholes modellen er det forventede fremtidige udbytte, ofte udtrykt som en konstant udbytterate (udbytte per aktie divideret med pris per aktie), og ikke det historiske, da det er den fremtidige kursudvikling over optionernes løbetid, der influerer disses værdi og dermed er af interesse for investorerne.

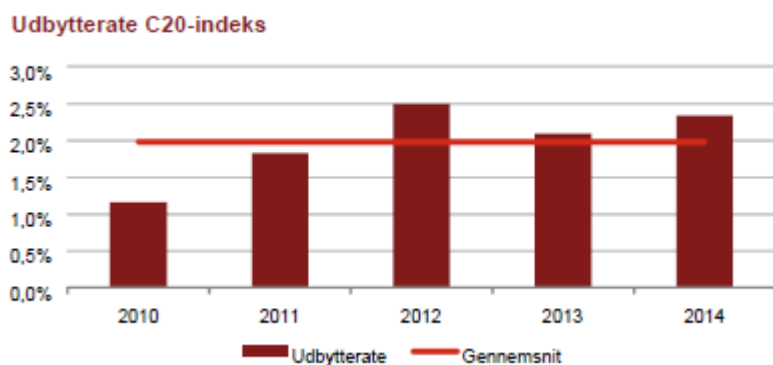
Ved estimering af den forventede udbytterate, anvendes dog ofte det historiske niveau som en rettesnor herfor. Da A A/S imidlertid var nyoprettet ved optionernes tildeling, har der i sagens natur ikke været foretaget nogen historiske udbyttebetalinger herfra, hvormed dette ikke kan lægges til grund for estimatet.

Da A A/S' investeringsstrategi er at investere i et bredt udsnit af aktier, kan det forventede udbytte i lighed med volatiliteten estimeres ved at se på det generelle niveau for udbytteudlodning på aktiemarkedet. Udbytteraten på en veldiversificeret aktieportefølje vil endvidere være mere stabil og kontinuert end

udbyttet på en enkeltaktie, hvorfor en sådan tilgang må anses som værende en relativt solid approksimation.

Som benchmark for den forventede udbytterate på en aktieportefølje synes C20 indekset at være velegnet.

Den gennemsnitlige årlige udbytterate for C20-indekset for perioden 2010-2014 er gengivet i figuren herunder:



Som det fremgår af ovenstående, udgjorde den gennemsnitlige udbytterate for C20-indekset 2% i denne periode. Ligeledes bemærkes, at volatiliteten heri synes relativt begrænset, særligt når der henses til at raten i 2010 var ekstraordinært påvirket af aktiemarkedets udvikling dette år.

Vi har i forlængelse heraf undersøgt udbytteraten for en række øvrige selskaber, og finder at dette understøtter en udbytterate på omkring 2 %.

Det er på den baggrund vores opfattelse, at udbytteraten på aktieporteføljen i A A/S kan estimeres til 2 %, hvormed udbyttet fra A A/S ligeledes vil udgøre 2 %, såfremt det fulde udbytte på aktieporteføljen videreudloddes til selskabets kapitalejere.

Det er naturligvis en væsentlig antagelse, at A A/S faktisk videreudlodder det opnåede udbytte til kapitalejerne. Da det som nævnt er hensigten at foretage maksimal udlodning til kapitalejerne (i relation til årets resultat), må denne antagelse imidlertid forventes opfyldt, hvorfor de 2 % bør lægges til grund for værdiansættelsen af køberetterne.

Justeres SKATs Black-Scholes beregning herfor medfører dette isoleret set, at den estimerede værdi af køberetterne ændres fra kr. 1.964.694 til kr. 1.278.202.

Kan SKAT ikke tiltræde anvendelsen af udbytteelementet i Black-Scholes beregningen på det foreliggende grundlag, bedes SKAT ved afgivelsen af det bindende svar ligge til grund, at A A/S hvert år vil udlatte udbytte svarende til ca. 2 % af egenkapitalen hvert år i optionernes løbetid.

Konkluderende bemærkninger

Som indledningsvist nævnt, fastholder vi i det hele vores bemærkninger i anmodningen om bindende svar, og understreger således, at værdien af køberetterne efter vores opfattelse kan fastsættes ud fra Ligningsrådets formel. Såfremt SKAT fastholder, at værdien af køberetterne skal fastsættes efter Black-Scholes må det dog være således, at dette skal ske på baggrund af de konkrete faktiske forhold og i overensstemmelse almindelige værdiansættelsesprincipper.

Som det fremgår af nærværende skrivelse, er der imidlertid nogle problematiske forhold ved den af SKAT udarbejdede Black-Scholes beregning, som selvsagt må korrigeres ved estimering af en reel

handelsværdi. Når der tages højde for ovenstående forhold vedrørende rente og udbytte kan værdien af køberetterne opgøres til kr. 1.111.653 ved brug af Black-Scholes modellen. Det kan således konstateres, at selv uden anvendelse af rabat for den begrænsede likviditet, er den reelle handelsværdi af disse køberetter lavere end værdien på kr. 1.233.488 beregnet i henhold til Ligningsrådets formel, og det forhold at Black-Scholes modellen medfører en værdiansættelse, som ligger så tæt på en værdiansættelse efter Ligningsrådets formel understøtter således blot yderligere, at Ligningsrådets formel bør kunne anvendes i nærværende tilfælde.

Repræsentantens høringssvar af 6. januar 2016

Vi fastholder i det hele vores bemærkninger i anmodningen om bindende svar, ligesom vi fastholder vores bemærkninger i vores brev af 29. maj 2015 vedrørende værdiansættelse af optioner i henhold til Black-Scholes modellen. I modsætning til den tidligere indstilling til bindende svar, indeholder det nye udkast ingen indikation på, hvilken værdi SKAT finder, at de pågældende optioner har. Vi opfordrer SKAT til ligesom i første indstilling at tage stilling hertil, og i den forbindelse medinddrage vores argumentation i brevet af 29. maj 2015 nævnt ovenfor.

SKATs indstilling og begrundelse

Spørgsmål 1

Det ønskes bekræftet, at optionsaftalerne vedrørende køb af aktier i A A/S under nedenfor angivne omstændigheder kan værdiansættes på basis af principperne i Ligningsrådets vejledende beregningsregel, jf. TfS. 1995.197. LR og TfS. 1995.242 . LR.

Lovgrundlag

Aktieavancebeskatningslovens § 30, stk. 1

Ved afståelse forstås i denne lov salg, bytte, bortfald og andre former for afhændelse.

Kursgevinstlovens § 29, stk.1

Skattepligtige omfattet af § 2 eller § 12 skal medregne gevinst og tab på terminskontrakter og aftaler om køberetter og salgsretter ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst. Gevinst og tab medregnes efter de regler, der er angivet i dette kapitel og i kapitel 7.

Kursgevinstlovens § 30

§ 29 anvendes ikke på (...)

5. aftaler om køb og salg af aktier, (...)

Stk. 3. Det er en betingelse i stk. 1, nr. 3, 5, 6 og 8, at kontrakten eller aftalen kun kan opfyldes ved levering. Det er endvidere for hver af parterne en betingelse, at kontrakten eller aftalen ikke afstås. Reglerne i 1. og 2. pkt. gælder ikke for køberetter til aktier, der er omfattet af ligningslovens § 28.

Forarbejder

Skatteministerens svar i bilag 23, L194, FT 1996/97

"... Der findes ikke nogen fast regel for, på hvilket grundlag skønnet skal udøves. Dermed ikke være sagt, at værdiansættelsen kan ske helt frit, idet værdiansættelsen naturligvis skal ske med udgangspunkt i relevante komponenter. Den vigtigste komponent er den underliggende akties handelsværdi set i forhold til

exerciseprisen, dvs. den pris der skal betales ved udnyttelsen af optionen. En anden relevant komponent vil være den rentebesparelse, der ligger i udskydelsen af den kontante betaling for aktien. Endelig kan også peges på den godt nok mere luftige komponent, der består i en forventning om markedskursen på den underliggende aktie på udnyttelsestidspunktet.

I artiklen præsenteres den beregningsformel, der er indeholdt i en offentliggjort bindende forhåndsbesked om værdiansættelse af warrants, som værdiansættelsesmodellen. Dette bygger imidlertid på en misforståelse. Den pågældende formel er alene udtryk for en beregningsmodel, der *kan* være vejledende for skønnet over aktivets værdi. Beregningsmodellen kan således ikke blot benyttes bevidstløst. Tværtimod er det nødvendigt at gå ind og foretage en vurdering af, om formlen under hensyntagen til de nærmere omstændigheder i den konkrete situation, må antages at føre til en korrekt værdiansættelse..."

Praksis

Den juridiske vejledning 2015-1, afsnit C. A. 5.17.2.4.

"Regel

Lignings- og Skatterådet har gennem tiden godkendt flere forskellige metoder til værdiansættelse af købe- og tegningsretter til aktier. Ved aktier optaget til handel på et reguleret marked skal Black-Scholes-modellen anvendes til værdiansættelse.

Ligningsrådets formel

Vedrørende værdiansættelse af tegningsretter har Ligningsrådet i TfS 1995, 197 og 242 LR, opstillet en vejledende beregningsmodel. Af afgørelsen fremgår bl.a. følgende:

"Ved værdiansættelsen af de pågældende tegningsretter bør der efter Ligningsrådets opfattelse - idet der ikke er forelagt Rådet holdepunkter for en anden beregningsmetode - lægges særlig vægt på exerciseprisen (afviklingsprisen) i forhold til aktiernes markedskurs på tildelingstidspunktet, tegningsrettens løbetid og det på værdiansættelsestidspunktet aktuelle lånerenteniveau efter skat. I henhold til de nævnte afgørelser kan man i mangel af andet finde en tegningsrets værdi i procent af markedskursen på en aktie ved at benytte følgende formel:

$$H \times L \times R / 100 = F$$

Hvor H er den underliggende akties handelsværdi i procent af exerciseprisen, L er løbetiden angivet i måneder, R er diskontoen på tildelingstidspunktet + 4 % reduceret med 50 %, svarende til lånerenten efter skat, og F er tegningsrettens værdi i procent af markedskursen på en aktie."

I en bindende forhåndsbesked om værdiansættelse af tegningsretter har Ligningsrådet tilkendegivet, at den formel til beregning af værdien af tegningsretter, der er udarbejdet af Aktieanalysegruppen, kun er vejledende for skønnet over aktivets værdi. Se TfS 1995.197 LR og TfS 1995.242 LR.

Beregningsmodellen forudsætter også en vis naturlig begrundet sammenhæng mellem den aktuelle markedskurs og exercisepris (afviklingspris). Tegningskursen var i det forelagte tilfælde cirka tre gange højere end den aktuelle markedskurs. Der var også tale om aktier i et børsnoteret selskab, hvorefter beregning af aktiernes volatilitet (udsving i aktiekursen) var mulig.

Se praksis for værdiansættelse af unoterede aktier med Ligningsrådets formel i SKM2010. 714. SR og SKM2010. 715. SR.

Et selskab tilbyder medarbejderne at købe tegningsretter til "handelsværdi". Aktierne kan tegnes til kurs indre værdi og kan kun tilbagesælges til selskabet til kurs indre værdi, reguleret for eventuelle erstatningsudbetalinger til selskabet, der vedrører forhold, der ligger forud for medarbejdernes erhvervelse af aktier. Skatterådet konkluderer, at indre værdi er udtryk for handelsværdien for aktierne i en sådan situation. Ligningsrådets formel kan anvendes til værdiansættelse af tegningsretterne. Se SKM2013. 901. SR.

Black-Scholes

Ligningsrådet fandt i en sag, at værdien af tegningsretten kunne fastsættes på baggrund af Black-Scholes' beregningsmodel til værdiansættelse af købe- og tegningsretter. Se TfS1999. 832 LR.

I en anden sag fastslog Ligningsrådet, at når det er muligt at fastsætte volatiliteten med sikkerhed skal denne indgå i beregningen af en tegningsrets værdi. Så ved værdiansættelse af tegningsretter til børsnoterede aktier skal man anvende Black-Scholes' beregningsmodel. Se SKM2002. 540. LR.

I en tredje sag nåede Skatterådet frem til at, handelsværdien af købe- og tegningsretter efter praksis fastsættes efter Black & Scholes-modellen, når det underliggende aktiv er børsnoterede aktier, hvor aktiens volatilitet (følsomhed for kursudsving) kan opgøres. SKAT udtaler derfor vejledende, at Black-Scholes-modellen kan anvendes til at værdiansætte retserhvervede optioner ved tilflytning. Se SKM2010. 542. SR."

SKM2002. 540. LR—

Ligningsrådet udtalte, at når det underliggende aktiv ved en værdiansættelse af tegningsretter er børsnoterede aktier, skal Black-Scholes modellen anvendes forudsat, at volatiliteten kan beregnes med sikkerhed.

SKM2010. 714. SR—

Skatterådet fandt, at Ligningsrådets formel kunne anvendes ved værdiansættelsen af en køboption til unoterede aktier. Skatterådet lagde til grund, at når selskabet udlodder udbytte med et større beløb, så vil værdien af aktierne i selskabet alt andet lige falde, idet der ved udlodningen af udbytte tages midler ud af selskabet. Skatterådet bekræftede derfor, at udnyttelseskursen på optionen uden skatte- og afgiftsmæssige konsekvenser kunne reduceres med udloddet udbytte ud over 500.000 kr. årligt i perioden fra aftalens indgåelse og indtil dens eventuelle udnyttelse.

Begrundelse

I det foreliggende tilfælde fremgår det af aftalerne, at køberetterne ikke kan afstås og kun kan opfyldes ved levering. Der er endvidere ikke indgået modgående kontrakter, således at betingelsen i kursgevinstlovens § 30, stk. 4, er opfyldt. SKAT kan derfor tiltræde, at køberetterne ikke er omfattet af kursgevinstlovens regler om finansielle kontrakter, jf. kursgevinstlovens § 30, stk. 1, nr. 5, jf. stk. 3.

Derudover lægges det til grund, at det må anses for usikkert, om køberetten vil blive udnyttet, og at indgåelsen af køberetsaftalen derfor ikke indebærer en aftale om afståelse af aktierne, jf. aktieavancebeskatningslovens § 30, stk. 1.

Med hensyn til anvendelsen af Ligningsrådets beregningsmodel bemærkes, at Skatterådet på baggrund af en konkret vurdering har godkendt en række forskellige beregningsmodeller til fastsættelse af markedsværdien af købe- og tegningsretter til aktier, se Den juridiske vejledning, afsnit C. A. 5.17.2.4, herunder Ligningsrådets vejledende formel til værdiansættelse af tegningsretter samt Black-Scholes modellen.

Ligningsrådet har i TfS. 1995.197 og 242 LR anvist en vejledende formel til værdiansættelse af tegningsretter til unoterede aktier. Formlen er udarbejdet af den såkaldte "Aktieanalysegruppe" i en

rapport fra oktober 1992. Efter den pågældende formel værdiansættes tegningsretterne på baggrund af udnyttelsesprisen i forhold til aktiernes markedskurs på tildelingstidspunktet, tegningsretternes løbetid og det lånerenteniveau efter skat, der er aktuelt på værdiansættelsestidspunktet. Dvs. at der er tale om en fremskrivning af værdien af selskabet.

Af den omtalte rapport fra Aktieanalysegruppen fremgår det bl.a. om værdiansættelse af tegningsretter til aktier, at man på det pågældende tidspunkt i 1992 ikke fandt de dengang eksisterende professionelle, komplicerede beregningsmodeller til tegningsretter for praktisk anvendelige, at den foreslåede model var "en foreløbig anvendelig løsning" på det pågældende tidspunkt, at den kun skulle være vejledende for skønnet, og at "mekanismen for prisfastsættelse af warrants på det åbne marked løbende bør følges nøje, således at udgangspunktet i den vejledende skattemæssige værdiberegning så vidt muligt bringes i overensstemmelse hermed."

Det fremgår endvidere af skatteministerens svar i bilag 23 til L194, FT 1996/97, at Ligningsrådets formel er udtryk for en beregningsmodel, der *kan* være vejledende for skønnet over aktivets værdi, men at beregningsmodellen ikke blot kan benyttes bevidstløst. Tværtimod er det nødvendigt at gå ind at foretage en vurdering af, om formlen under hensyntagen til de nærmere omstændigheder i den konkrete situation, må antages at føre til en korrekt værdiansættelse.

Black-Scholes modellen er en internationalt anerkendt metode til beregning af værdien for optioner. I skatteretlig praksis anvendes modellen fortrinsvis til værdiansættelse af aktieoptioner vedrørende aktier optaget til handel på et reguleret marked, hvor aktiernes volatilitet (følsomhed for kursudsving) kan opgøres.

I modsætning til Ligningsrådets formel tager Black-Scholes modellen bl.a. højde for volatiliteten af de underliggende aktiver. Volatiliteten er udtryk for udsving i aktivets værdi. En høj volatilitet (store kursudsving) indebærer en høj værdi på optionen. Intuitionen bag dette er, at en højere volatilitet øger sandsynligheden for henholdsvis høj og lav værdi på den underliggende aktie. Optionsindehaveren drager fordel af en højere værdi, når den underliggende aktie stiger, men har ikke samme negative udfald, når den underliggende aktie falder i værdi. Pga. denne asymmetri på optionens fortjeneste, vil optionen have en højere værdi ved en højere volatilitet.

Derudover er der ved Black-Scholes i modsætning til Ligningsrådets formel mulighed for at tage højde for forventet afkast af det underliggende aktiv.

SKAT er af den opfattelse, at Ligningsrådets formel ikke skal anvendes til beregning af værdien af aktieoptioner i et selskab, hvis værdi består af børsnoterede aktier og investeringsbeviser.

I nærværende tilfælde er der i udgangspunktet tale om køberetter, der giver ret til at erhverve ejerandele i et unoteret selskab. Dette selskabs aktivitet består dog i investering i børsnoterede aktier og Nordeas egne investeringsforeninger, således at der indirekte er tale om investering i børsnoterede aktier. Da Ligningsrådets formel er udarbejdet med henblik på at værdiansætte tegningsretter til aktier og anparter i unoterede selskaber, er det SKATs opfattelse, at formlen ikke har været tiltænkt en situation som den foreliggende, hvor værdien i selskabet fortrinsvist består af aktier med en børskurs. Allerede af denne grund er Ligningsrådets formel dermed uanvendelig i det foreliggende tilfælde.

Afslutningsvis bemærkes, at man mellem parter, som ikke er interesseforbundne, ikke vil se tilfælde, hvor en køber af en option ikke på tidspunktet for købet er klar over, hvilke aktiver der danner grundlaget for optionen.

SKAT er herefter af den opfattelse, at de pågældende aktieoptioner skal værdiansættes efter Black-Scholes modellen, der er en traditionel markedsbaseret prisfastsættelsesmetode til beregning af optionsværdier, således at det pågældende spørgsmål skal besvares benægtende.

Indstilling

SKAT indstiller, at spørgsmål 1 besvares med "Nej".

Spørgsmål 2

Det ønskes bekræftet, at værdien af optionerne vedrørende køb af aktier i A A/S under de nedenfor angivne omstændigheder er lavere i forhold til en aktieoption, som ikke har tilsvarende begrænsninger, og at der skønsmæssigt kan foretages et nedslag i værdien.

Praksis

Der henvises til det under spørgsmål 1 ovenfor anførte.

Begrundelse

Det er i anmodningen anført, at Ligningsrådets formel alene kan anvendes, hvis optionen er "simpel" i sin natur, uden omsættelighedsbegrænsninger eller andre begrænsninger. Det gøres derfor gældende, at den beregnede værdi efter Ligningsrådets formel af køberetterne på de aftalte vilkår ikke er udtryk for handelsværdien, men bør reduceres.

I anmodningen er anført følgende forhold, som efter spørgers opfattelse bør reducere handelsværdien af køberetterne i forhold til den beregnede værdi efter Ligningsrådets formel:

- Begrænsning i omsættelighed.
- Begrænsning i forhold til udnyttelse (bindingsperiode)
- Løbende udbytteudlodning.
- Usikkerhed om markedsværdi.
- Den reelle løbetid for aktieoptionerne.

Hertil bemærkes indledningsvis, at SKAT ovenfor indstiller, at spørgsmål 1 besvares benægtende. SKAT kan således ikke indstille, at optionsaftalerne vedrørende køb af aktier i A A/S værdiansættes efter principperne i Ligningsrådets vedledende beregningsregel.

Det er herefter uden betydning, om de i anmodningen anførte forhold måtte reducere handelsværdien af køberetterne i forhold til den beregnede værdi efter Ligningsrådets formel. SKAT indstiller derfor, at spørgsmålet besvares benægtende.

Indstilling

SKAT indstiller, at spørgsmål 2 besvares med "Nej".

Spørgsmål 3

Såfremt spørgsmål 2 besvares bekræftende, ønskes det bekræftet, at der kan anvendes et skønsmæssigt nedslag på værdien af optionerne vedrørende køb af aktier i A A/S, og at dette skøn kan fastsættes til 57 % under nedenfor angivne omstændigheder.

Begrundelse

Da SKAT indstiller, at spørgsmål 2 besvares benægtende, bortfalder spørgsmål 3.

Indstilling

SKAT indstiller, at spørgsmål 3 besvares med "Bortfalder".

Spørgsmål 4

Såfremt spørgsmål 2 kan besvares bekræftende, ønskes det bekræftet- hvis et skønsmæssigt nedslag på 57 % ikke kan accepteres - hvilket skønsmæssigt nedslag på værdien af optionerne der i så fald kan anvendes.

Begrundelse

Da SKAT indstiller, at spørgsmål 2 besvares benægtende, bortfalder spørgsmål 4.

Indstilling

SKAT indstiller, at spørgsmål 4 besvares med "Bortfalder".

Spørgsmål 5

Såfremt spørgsmål 2 besvares benægtende, ønskes det bekræftet, at værdien af optionerne vedrørende køb af aktier i A A/S efter Ligningsrådets vejledende beregningsregel udgør kr. 1.233.488, såfremt udnyttelseskursen reguleres for udbytte udloddet i perioden indtil eventuel udnyttelse.

Praksis

Der henvises til det under spørgsmål 1 ovenfor anførte.

Begrundelse

SKAT indstiller, at spørgsmål 2 besvares benægtende.

SKAT indstiller imidlertid også, at spørgsmål 1 besvares benægtende. SKAT kan således ikke indstille, at optionsaftalerne vedrørende køb af aktier i A A/S værdiansættes efter principperne i Ligningsrådets vedledende beregningsregel.

Indstilling

SKAT indstiller, at spørgsmål 5 besvares med "Nej".

Skatterådets afgørelse og begrundelse

Skatterådet tiltræder SKATs begrundelse og indstilling.