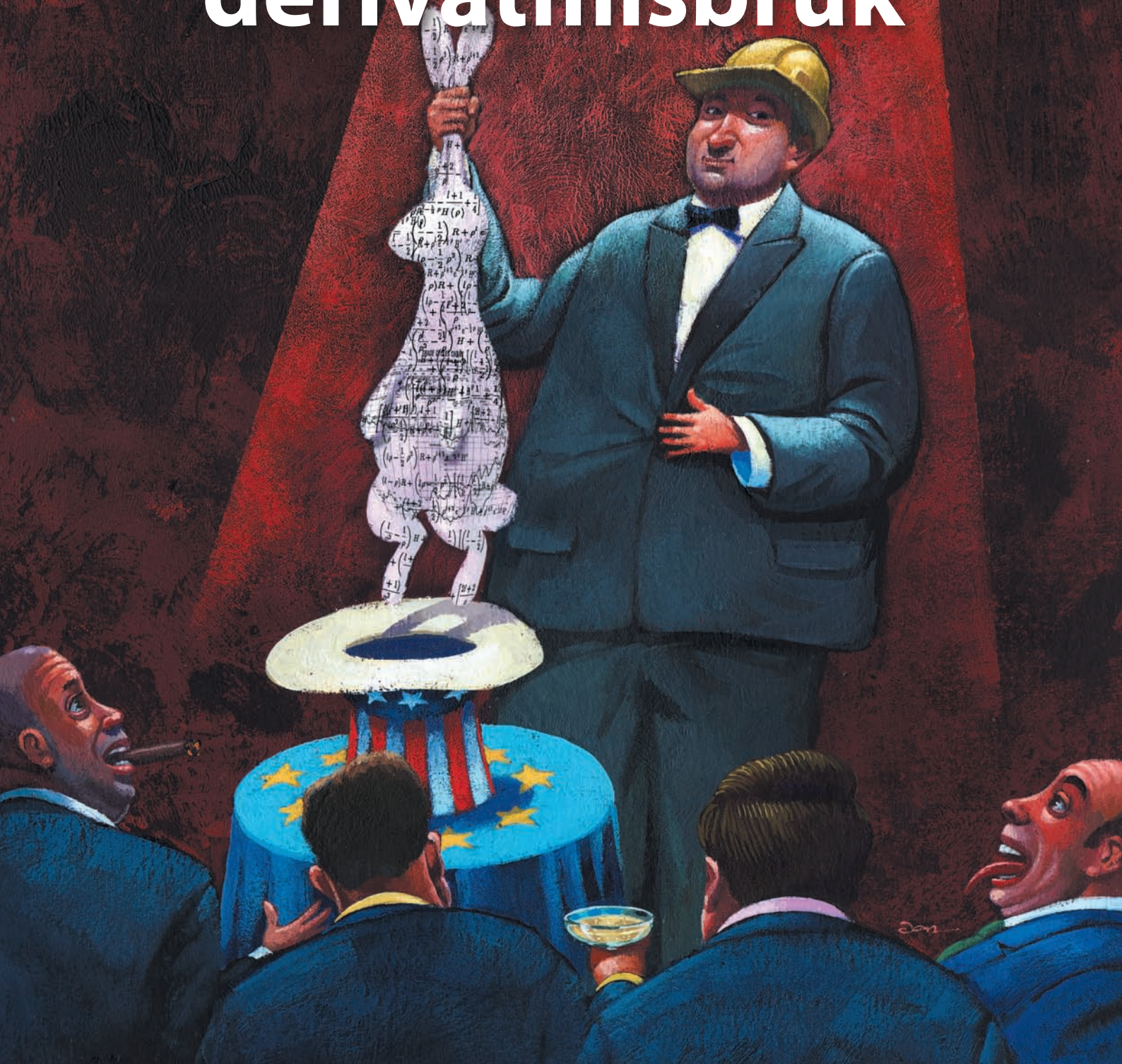


- Utvinningsindustrien er storforbruker av et finansielt instrument kalt derivater, som kan bli misbrukt til å føre inntekter ut av vertsland før de er skattlagt
- Verdien bak alle derivater er 10 ganger verdens samlede BNP
- Ett enkelt policyforslag kan innføres unilateralt, og stoppe misbruk samtidig som den riktige bruken av disse instrumentene beskyttes

# Beskyttelse mot derivatmisbruk



## LEGAL DISCLAIMER:

This publication is based on information provided to Publish What You Pay Norway ('PWYP Norway') and individuals acting on behalf of PWYP Norway. The conclusions presented herein are based only on information so provided. PWYP Norway and those acting on behalf of PWYP Norway have strived towards acquiring full overview of all relevant information and data to prepare this publication. We do not accept liability whatsoever for any insufficiency or inadequacy of the information and data that this publication is based upon.

While PWYP Norway has taken all reasonable care to ensure that the information contained in this publication is accurate, publicly available information and data has not been verified by the companies or users and neither PWYP Norway or any person acting on behalf of PWYP Norway in the drafting and preparation of this publication can be held legally responsible for the content or guarantee that it is totally free from errors or inaccuracies.

Any references contained in this publication pertaining to any kind of sources, publications or websites from third parties, are inserted for convenience only and are purely for informative purposes only and do not constitute endorsement of material on those sites, publications or sources. PWYP Norway and those acting on its behalf accept no liability whatsoever for any loss or damage arising from the use of such information.

---

**Skrevet av:** Friar Aarsnes, statsautorisert revisor

**Engelsk tittel:** Protection from Derivative Abuse (ISBN 978-82-93212-01-0)

**Forsideillustrasjon:** Jon Berkeley

**Layout:** Kate Fishpool

**Trykk:** CopyCat

**Mange takk til:** Lynn Stout for gjennomlesing

**Finansiering fra:**



Denne rapporten har mottatt finansiell støtte fra Kirkens Nødhjelp. Publish What You Pay Norge tar fullt ansvar for innholdet i rapporten.

# DERIVATER – KOBLINGER MELLOM NATURRESSURSER OG PENGEOVERFØRINGER

## **Forskjellen mellom bruk og misbruk av finansielle instrumenter**

I rapporten 'An extended country-by-country reporting standard for the extractive industry. A policy proposal to the EU' har Publish What You Pay Norge identifisert flere metoder og instrumenter som utvinningsindustrien bruker for å overføre ubeskattede midler på tvers av landegrensene. Noen av disse metodene og instrumentene anses som legitime og lovlige, og dermed innser få de skadelige effektene det har når disse metodene og instrumentene blir misbrukt for å overføre før-skatt midler og på den måten redusere skattegrunnlaget i vertslandene.

En av disse fremgangsmåtene i utvinningsindustrien er den utstrakte bruken av finansielle instrumenter kalt derivater. Derivater har fått navnet sitt fra det faktum at de er produkter som er avledet (eng. 'derived from') fra et marked for 'fysiske' produkter som penger (valutamarkedene) eller fysiske varer (råvaremarkedene). Et derivat er altså et produkt som er knyttet til prisen i markedet som produktet er avledet fra, men hvor det ikke er noen fysisk leveranse knyttet til transaksjonene, kun finansielt oppgjør av derivatkontraktene.

Utvinningsindustrien er tunge brukere av kapitalmarkedene (innhenting av egenkapital), pengemarkedene (skaffe gjeldsfinansiering), valutamarkedene (muliggjøre overføring av varer og tjenester på tvers av landegrensene), råvaremarkedene (selge deres produkter) og derivatmarkedene (overføre risiko på tvers av selskaper og over landegrensene).

Innsikt i derivater og praksis som utvinningsindustrien benytter derivatterminologi på er derfor viktig for å forstå fullt ut hvordan noen selskaper i utvinningsindustrien misbruker disse instrumentene til egen fordel på bekostning av både vertsland og hjemland.

En av svakhetene ved dagens begrensede informasjon fra utvinnings-selskapene, er at den er så kondensert og aggregert at det er umulig, selv for en interessert leser, i en form eller annen, å relatere informasjonen om virksomhetens bruk av derivater til forretningsmiljøet som selskapet opererer innenfor. Dermed er det umulig for investorer eller andre interessenter å fullt ut forstå hvorvidt det er bruk eller misbruk av derivater som foregår innenfor det større bildet som er satt opp i regnskapet til selskapene.

Denne rapporten presenterer de ulike derivattypene, deres legitime bruk og gir eksempler fra virkeligheten på hvordan disse instrumentene har blitt eller kan bli misbrukt for å overføre midler på tvers av landegrensene for å unngå beskatning på deler av inntektene fra utvinnings-aktiviteter. Vi viser også hvordan enkelte selskaper bruker derivatterminologi for å benevne transaksjoner som ikke er derivater i det hele tatt, men heller er langsiktige kontrakter som er feilpriset innenfor selskapet.

Denne rapporten viser at det er to generelle metoder som kan brukes for å unngå misbruk av derivater. Seperasjonsmetoden er den metoden som er anbefalt i denne rapporten siden metoden ligner mest på måten de fleste land har organisert sine skattesystemer. Seperasjons-metoden foreslår i hovedsak at landene ensidig kan skille ut bruk av finansielle instrumenter i et eget skattegrunnlag skilt fra inntektsskattegrunnlaget fra utvinningsaktiviteter. Dette betyr at gevinster vil beskattes basert på den generelle skattesatsen i landet, og tapene kan føres mot gevinster eller bli fremført mot fremtidige gevinster i samme skattegrunnlag. Selskaper som benytter ekte sikring, dvs. har nøytrale forventninger eller forventer gevinst i det lange løp, vil ikke bli rammet og kan fortsette å benytte derivater mens de selskapene som samler tap i et land vil erfare at de ikke lenger har skattebeskyttelse for misbruk av derivater.



# CONTENTS

Legal disclaimer • Takk.....	2
Derivater – koblinger mellom naturressurser og pengeoverføringer.....	3
Forord.....	6
1. Oppsummering.....	7
2. Utvinningsindustrien i markedene .....	8
2.1 Innledning .....	8
2.2 Multinasjonale selskaper og markeder .....	9
2.3 Multinasjonale selskaper og bruk av overføringsinstrumenter .....	10
3. Størrelsen på og mekanikken i derivatmarkedene.....	12
4. Sikring versus spekulasjon versus arbitrasje .....	15
5. Basisinstrumentene: Termin/future kontrakter versus opsjoner.....	17
6. Beskrivelse av de enkelte derivatprodukter og deres bruksområde .....	18
7. Vanlige matter å misbruke derivater .....	21
8. Misbruk av derivat terminologi – en feilprisingsmetode.....	28
9. Et forslag til hvordan misbruk kan stoppes og samtidig beskytte legitim bruk av derivater.....	29
10. Forslag til regjeringsposisjon.....	31
<b>VEDLEGG</b>	
Terminologi i profesjons- og legmannstermer.....	32
Notater .....	34

# FORORD

I dag behøver ikke handel med ikke-fornybare naturressurser være knyttet til den fysiske og geografiske utvinningen av olje eller mineraler. Mye av dagens handel skjer gjennom bruk av finansielle instrumenter som kan ta form av mange ulike omsettelige eiendeler.

I denne rapporten ønsker Publish What You Pay Norge å belyse skadelig bruk av derivater i utvinningsindustrien.

Dette er viktig fordi derivater er et av de kanskje mest kompliserte finansielle instrumentene, som er en integrert del av det globale finansielle systemet. Derivater kan misbrukes av utvinningsindustrien for å flytte kapital på tvers av land, som oftest til selskapenes egen fordel, og på bekostning av vertslandene. Denne måten å bruke derivater på har frem til nå vært underekspontert.

Derivater er universelle instrumenter, og derivatmisbruk rammer både rike og fattige land. Fattige land rammes hardest. Utviklingslandene er særlig sårbare når de tappes for kanskje det eneste økonomiske grunnlaget som er av en slik størrelsesorden at det kan bidra til fattigdomsbekjempelse, og dels er derivatinstrumentene så kompliserte at de færreste utviklingsland har nødvendige innsynsmuligheter, ressurser og kapasitet til å avdekke derivatmisbruk.

Mange nasjonalstater prøver nå å bevege seg i en retning av mer åpenhet og mer ansvarlighet. For ressursrike utviklingsland er det spesielt viktig å ikke miste den kapitalen som burde omgjøres til et felles gode.

Det er derfor over 650 organisasjoner fra over 50 land har organisert seg i Publish What You Pay og vil vite hvorvidt lukrative avtaler basert på utvinning av landenes ikke-fornybare ressurser gir meningsfulle investeringsmuligheter for å unnsnippe fattigdom.

Formålet med denne rapporten er å bygge på og utvide vår rapport **'An extended country-by-country reporting standard for the extractive industry. A policy proposal to the EU'**<sup>1</sup>, og å presentere vårt forslag til hvordan misbruk av derivater kan bli stanset, mens man på samme tid sørger for at legitim bruk av derivater holdes intakt.

**Mona Thowsen**  
Generalsekretær, PWYP Norge

---

Denne rapporten presenterer hvordan derivater har blitt, og kan bli, benyttet til å overføre ubeskattede midler ut av vertsland (land med utvinningsoperasjoner) og holde disse midlene i sirkulasjon innenfor et multinasjonalt selskap uten at de beskattes og uten å ta midlene tilbake til hjemlandet (landet morselskapet er registrert i) før midlene trengs for å utbetale utbytte til aksjonærene.

Hvis leseren ønsker å dele kommentarer, synspunkter, informasjon eller har spørsmål eller forslag til ytterligere undersøkelser så kan vi kontaktes på: **post@pwyp.no**

---

<sup>1</sup> ISBN 978-82-93212-03-4

# 1. OPPSUMMERING

Formålet med denne rapporten er å bygge på og utvide rapporten *'An extended country-by-country reporting standard for the extractive industry. A policy proposal to the EU'<sup>2</sup>* (LFL-rapporten) av Publish What You Pay Norge (PWYP Norge), og å presentere vårt forslag for hvordan misbruk av derivater kan bli stanset, mens man samtidig sørger for at legitime bruksområder av derivater blir holdt uskadet eller fremmet.

I LFL-rapporten til PWYP Norge har vi identifisert flere metoder og instrumenter som utvinningsindustrien benytter for å overføre ubeskattede midler på tvers av landegrensene. Noen av disse fremgangsmåtene og instrumentene anses som legitime og lovlige, og dermed innser få de skadelige effektene det har når disse metodene og instrumentene blir misbrukt for å overføre før-skattmidler ut av land og på den måten redusere skattegrunnlaget i vertslandene.

En av disse fremgangsmåtene er den utstrakte bruken av finansielle instrumenter kalt derivater og derivatterminologi i utvinningsindustrien. Et derivat er et produkt som er knyttet til prisen i markedet som produktet er avledet fra, men hvor det ikke er noen fysisk leveranse knyttet til transaksjonene, kun finansielt oppgjør av derivatkontraktene. Mens de fleste markeder er mer klare med hensyn til hva de leverer (egenkapital, gjeld, valuta, salgsfora), er derivatmarkedene ikke transparente for folk flest på grunn av kompleksiteten i produktene og hva selskapene gjør med disse instrumentene.

Innsikt i derivater og praksis som utvinningsindustrien bruker derivatterminologi til er derfor viktig for å forstå fullt ut hvordan noen selskaper i utvinningsindustrien misbruker disse instrumentene til egen fordel på bekostning av vertslandene og i urettferdig konkurranse med andre selskaper i utvinningsindustrien.

Denne rapporten presenterer de ulike derivattypene, deres legitime bruk og gir eksempler fra virkeligheten på hvordan disse instrumentene har blitt eller kan bli misbrukt for å overføre midler på tvers av landegrensene for å unngå beskatning på deler av inntektene fra utvinnings-aktiviteter. Vi viser også hvordan enkelte selskaper bruker derivatterminologi for å benevne transaksjoner som ikke er derivater i det hele tatt, men heller er langsiktige kontrakter som er feilpriset innenfor selskapet.

Slik Randall Dodd beskriver derivater i forhold til å unngå beskatning: *'Flexibility of derivatives facilitates moving income across borders or across time or converting between capital gains and ordinary income.'* Den kjente investoren Warren Buffet betegnet så tidlig som i 2003 derivater som finansielle masseødeleggelsesvåpen, og man kan forstå hvorfor når vi ser på dimensjonene av disse instrumentene. En studie i 2011 av Michael P. Donohoe konkluderte: *'The inclusion of financial derivatives in numerous tax shelters suggests tax avoidance is an economically significant, yet previously unexplored, aspect of their use.'*

Denne rapporten foreslår en svært effektiv metode for å unngå misbruk av derivater: Land kan ensidig skille ut bruk av finansielle instrumenter i et eget skattegrunnlag fra inntektsskattegrunnlaget fra utvinningsaktiviteter. Dette betyr at gevinster vil beskattes basert på den generelle skattesatsen i landet, og tapene kan føres mot gevinster eller bli fremført mot fremtidige gevinster. Selskaper som benytter ekte sikring, dvs. har nøytrale forventninger eller forventer gevinst i det lange løp, vil ikke bli rammet og kan fortsette å benytte derivater mens de selskapene som samler tap i et land vil erfare at de ikke lenger har skattebeskyttelse for misbruk av derivater.

---

<sup>2</sup> *'An extended country-by-country reporting standard for the extractive industry. A policy proposal to the EU'*  
ISBN 978-82-93212-03-4'

## 2. UTVINNINGSIKDUSTRIEK I MARKEDENE

### 2.1 Innledning

Når stater handler med ikke-fornybare og begrensede ressurser er det viktig at denne handelen tilgodeser landet og alle dets innbyggere. For å skape et bærekraftig samfunn og langvarig vekst som kan gi utviklingsmuligheter til beste for alle er det nødvendig å øke ferdighetene i arbeidsstyrken gjennom utdanning og industriutvikling. Dette er i forståelse av at den fremtidige verdien av menneskelig kapital selv i ressursrike land som Norge er langt høyere enn den fremtidige verdien av ikke-fornybare ressurser i landet.

Formålet med denne rapporten er å bygge på og utvide hva som er sagt om derivatmisbruk i vår LFL-rapport, og å presentere vårt forslag for hvordan misbruk av derivater kan stanses ensidig i det enkelte land som opplever slikt misbruk men samtidig sørge for at legitime bruksområder av derivater ivaretas i disse landene.

I LFL-rapporten har Publish What You Pay identifisert flere metoder og instrumenter som utvinningsindustrien bruker til å overføre ubeskattede midler på tvers av landegrensene. Noen av metodene og instrumentene anses som legitime og lovlige, og dermed er det relativt få som til fulle overskuer de skadelige effektene når disse teknikkene og instrumentene blir misbrukt til å overføre før-skatt midler over landegrenser og dermed reduserer skattegrunnet både i vertsland og hjemland.

En av disse metodene er den utstrakte bruken av finansielle instrumenter kalt derivater og terminologi bygget på derivater og risikohåndtering i utvinningsindustrien.<sup>3</sup> Derivater har fått navnet sitt fra det faktum at de er produkter som er utledet (eng. 'derived from') av et marked for 'fysiske' produkter som penger (valutamarkeder) eller fysiske varer (råvaremarkeder). Et derivat er altså et produkt som er knyttet til prisingen i markedet produktet er avledet fra, men hvor det ikke er noen krav til fysisk levering knyttet til transaksjonene, bare oppgjør av derivatkontrakter. Bruk av derivat terminologi på kontrakter og transaksjoner berører også det nærliggende området internprising, og dette vil derfor være en del av denne rapporten.

Mens de fleste markeder er mer rett fram med hensyn til hva de leverer (egenkapital, gjeld, valuta, salgsfora), er derivatmarkedene og derivatterminologi ikke lett forståelig for folk flest på grunn av kompleksiteten i produktene og hva selskapene gjør med disse instrumentene. Innsikt i derivater og metoder som utvinningsindustrien benytter derivatterminologi til er derfor viktige for å forstå fullt ut hvordan noen utvinningselskaper misbruker disse instrumentene eller denne terminologien til egen fordel på bekostning av vertslandene, og dermed redusere disse landenes evne til å utdanne befolkningen og øke den fremtidige verdien av sine menneskelige kapital.

En av svakhetene ved dagens begrensede informasjon fra utvinningselskapene er at den er så kondensert og aggregert at det er umulig selv for den interesserte leser, i noen som helst form, å relatere informasjonen om bruk av derivater til miljøet som selskapet opererer innenfor. Dermed er det umulig for investorer eller andre

---

<sup>3</sup> Mohamat Sabri Hassan and Jenny Stewart: 'The transparency derivatives disclosures by Australian firms in the Extractive Industries', 2006, obtainable from <http://eprints.qut.edu.au/2365/2/2365.pdf>

interessenter å forstå bruk eller misbruk av derivater eller derivatterminologi innenfor det større bildet som er satt opp i regnskapet til selskaper.

Denne rapporten presenterer de ulike derivater, deres legitime bruk og gir reelle eksempler på hvordan disse instrumentene har blitt eller kan bli misbrukt for å overføre midler på tvers av landegrensener for å unngå beskatning på deler av inntekter fra utvinning av naturressurser. Vi viser også hvordan enkelte selskaper bruker derivatterminologi på noen transaksjoner som ikke er derivater i det hele tatt, men er heller langsiktige kontrakter som er feilprisede innenfor konsernet.

## 2.2. Multinasjonale selskaper og markeder

Utvinningsindustrien er tunge brukere av kapitalmarkedene (skaffe egenkapital), pengemarkedet (skaffe gjeldsfinansiering), valutamarkeder (muliggjøre overføring av varer og tjenester over landegrensene), råvaremarkeder (selge deres produkter) og derivatmarkedet (overføre risiko eller penger på tvers av bedrifter og på tvers av landegrensener).

Markedsplasser for å salg av olje var noen av de første som fikk den størrelsen som gjorde at markedet trolig tilfredstiller forutsetningen om at ingen enkeltkjøper eller -selger kan vesentlig påvirke prisingen i markedet. Andre petroleumsprodukter som gass og NGL ble deretter bundet til oljeprisen. Markets for å selge mineraler, metaller og jordbruksprodukter har fulgt etter i denne utviklingen.

Disse markedene der ubehandlede eller delvis bearbejdede varer selges kalles vanligvis råvaremarkeder. Et flertall av råvaremarkedene er knyttet til produkter fra utvinningsindustrien. Fellesnevneren for disse markedene er at de produktene som selges er ganske homogene, dvs. at produkter fra ett selskap kan ikke uten videre skilles fra produkter fra et annet selskap.

Mange av disse markedene er fortsatt så små at prisingen i markedet kan likevel bli påvirket fra tid til annen av individuelle aktører eller en gruppe av aktører. Randall Dodd fra Derivatives Study Center nevner fire typer av misbruk av derivater:<sup>4</sup>

- Bedrageri og manipulering av markedet selv (feilprising i markedet)
- Omgåelse av eksisterende regulering (omgåelse)
- Forvrengning av regnskapsregler og økonomiske data (tilsløring)
- Unngå beskatning (overføring av midler)

Disse typer misbruk er ikke begrenset til derivater knyttet til råvarer eller selv til derivater, men derivatmarkedene relatert til råvarer er mer utsatt for disse overgrepene siden disse markedene generelt er det minste av derivatmarkedene (rentederivater var alene 77 % av det totale derivatmarkedet i 2007) og dermed lettest å manipulere og siden de består av ekstremt fleksible instrumenter.<sup>5</sup> I ordene til Randall Dodd med hensyn på å unngå beskatning:

*'Flexibility of derivatives facilitates moving income across borders or across time or converting between capital gains and ordinary income.'*

Reguleringsmyndigheter er generelt mer opptatt av feilprising i markedet, omgåelse og tilsløring av informasjon, og overlater problemet med overføring av midler til skattemyndighetene. Men som vi skal se i denne rapporten er ensidig regulering i det enkelte land som opplever skatteunndragelse gjennom bruk av derivater eller avledet terminologi generelt mye mindre kostbart og gir mer umiddelbar effekt enn å prøve å oppnå samme mål gjennom skattemyndighetenes kontroll.

---

<sup>4</sup> [http://www2.weed-online.org/uploads/randall\\_dodd.pdf](http://www2.weed-online.org/uploads/randall_dodd.pdf)

<sup>5</sup> Börse Group, 'The Global Derivatives Market', April 2008, obtainable at [http://math.nyu.edu/faculty/avellane/global\\_derivatives\\_market.pdf](http://math.nyu.edu/faculty/avellane/global_derivatives_market.pdf)

## 2.3 Multinasjonale selskaper og bruk av overføringsinstrumenter

Det har vært mye fokus på internprising og hemmelighold praktisert i utvinningsindustrien, noe som har ført til henholdsvis OECD's retningslinjer for internprising og Extractive Industries Transparency Initiative (EITI).

I LFL rapporten skisserer PWYP Norge følgende instrumenter som er mer beryktet i evnen til å flytte profitt fra en aktivitet fra ett land til et annet:

- Korrupsjon
- Derivatmisbruk
- Mark-to-market misbruk
- Misbruk av skatteregler
- Feilprising av internpriser
- Kriminell virksomhet forøvrig

I denne rapporten vil vi fokusere på derivatmisbruk og det beslektede området misbruk av derivatterminologi som grenser til eller går inn i intern(feil) prisingområdet.

### DERIVATMISBRUK

Bruken av derivater startet med praktiseringen av sikring dvs. bruk av finansielle instrumenter for å sikre (hedge) at selskapets inntekter ikke ville bli lavere enn, eller kostnadene ikke bli høyere enn, nivåene som er gått inn på i sikringstransaksjonen.

Brukt riktig er sikring et godt instrument for å sikre fortjenesten i en usikker verden, spesielt til å beskytte inntekter mot valutasvingninger som følge av tidsforskjeller mellom kostnader og inntekter eller mellom før-skatt fortjeneste og beskatning.

Sikring er forskjellig fra spekulasjon, selv om begrepet sikring ofte blir brukt om begge deler for å låne legitimitet fra førstnevnte til sistnevnte. Bruk av finansielle instrumenter som involverer annet enn valutasikringer stammer for det meste fra spekulasjon, dvs. hvor et selskap tar en posisjon i derivatmarkedet for å prøve å 'slå' markedet ved å spekulere i at prisene vil være annerledes i fremtiden enn hva markedet har priset inn.

Derivater er dessverre også et ideelt instrument for å flytte store mengder før-skatt inntekter fra én skattejurisdiksjon til en annen. Ved å inngå motsatte derivattransaksjoner med 'feil' timing er det mulig å skape store tap i normal- eller høy-skatt jurisdiksjoner og tilsvarende overskudd i lav- eller normal-skatt jurisdiksjoner, og dermed være i stand til å overføre store mengder ubeskattede midler lovlig ut av et land.

### FEILPRISING AV INTERNTRANSASJONER

Internprising er et legitimt instrument i verdsetting av transaksjoner på tvers av landegrensene og på tvers av selskaper. Problemet i internprising er den feilprising som skjer der utvinningselskaper prøver å inngå interne avtaler der inntekter er priset lavere enn markedet i ressurs-rike land, mens kostnadene er priset høyere enn markedet i de samme landene.

Mye av feilprisingen er åpenbart bevisst siden skatteparadiser er veldig ofte en

mellommann mellom (det ressursrike) vertslandet og morselskapslandet. Hvis dette var utilsiktet ville det ikke ha vært noen grunn til å inkludere mellommann i utgangspunktet.

Involvering av skatteparadiser i konsernstrukturen er derfor et rødt flagg med hensyn til den potensielle bruken av feilprising av interntansaksjoner (eller korrupsjon, derivatmisbruk, mark-to-market misbruk eller misbruk av skatteregler).

Et eksempel på hvor utstrakt bruken av skatteparadiser er ble gitt i rapporten 'Piping Profits'. Ved å gå gjennom i dybden rapporteringer til børser i Storbritannia, USA og Kanada har PWYP Norge funnet at ti av verdens mest innflytelsesrike industrigiganter til sammen opererer over 6038 datterselskaper, og at 34,5 % av disse er registrert i et skatteparadis.<sup>6</sup>

---

---

<sup>6</sup> <http://www.publishwhatyoupay.no/pipingprofits>

---

### 3. STØRRELSEN PÅ OG MEKANIKKEN I DERIVATMARKEDENE

Derivater har sin egen terminologi. Den allmenne leser henvises til kapittel 6 og vedlegget for detaljerte forklaringer av instrumentene.

Derivater kan deles i to hovedfamilier:

- Betingede krav, for eksempel opsjoner
- Fremtidige krav, inkludert standardiserte, børsomsatte futures-kontrakter og terminkontrakter og swapper som handles over disk

Det finnes to grunnleggende markeder for derivathandel:

- Børshandel med standardiserte kontrakter definert av børsmyndighetene
- Handel over disk med individuelt definerte kontrakter skrevet ved avtaleinngåelse.

En børs er et marked der finansielle institusjoner, selskaper og individer handler verdipapirer. New York har verdens største aksjebørs med forkortelsen NYSE (New York Stock Exchange). London har den største råvarebørsen for metaller og mineraler med forkortelsen LME (London Metal Exchange).

Finansielle institusjoner kan i tillegg til å handle standardiserte produkter på en børs tilby produkter direkte til kunder uten å gå via en børs. Disse produktene solgt direkte kalles over disk-produkter (forkortet OTC etter det engelske uttrykket 'over-the-counter').

OTC-markedene er langt større enn markedet for børshandel, og differansen har økt. I 2011 er markedene dermed i størrelsesorden<sup>7</sup>

- \$80-100 billioner i pålydende i markedet for børshandlede derivater – økt fra omtrent \$20 billioner i 2000<sup>8</sup>
- \$600-1000 billioner i pålydende i OTC-markedet – økt fra omtrent \$80 billioner i 2000.4

Brutto markedsverdi av disse er omtrent 1 %, altså

- Opptil \$1 billion for børshandlede derivater
- Opptil \$10 billioner for OTC-derivater

Til sammenligning er det amerikanske budsjettunderskuddet, som er av stor bekymring for amerikanske myndigheter, for 2011 \$1,3 billioner.

Pålydende verdi er den verdi som blir benyttet for å kalkulere oppgjøret av et derivat. Brutto markedsverdi er verdien en får ved summering av den positive markedsverdien av én side av hver derivatkontrakt.

<sup>7</sup> Estimer av pålydende verdi starter på \$600 billioner (Money Morning: 'Derivatives: The \$600 trillion time bomb that's set to explode', 12. October 2011) og går opp til \$600-1500 billioner avhengig av kilde og hva som inkluderes (Michael Snyder: 'The coming derivatives crisis that could destroy the entire global financial system', 21. October 2011).

<sup>8</sup> John C. Hull: 'Options, Futures and other Derivatives', 2011, ISBN 13 978-0-273-75907-2, figur 1.1

Markedsverdien er verdien en ville forvente som resultat om alle derivatkontrakter ble oppgjort på samme tidspunkt. Totale markedsverdier er omtrent \$11 billioner, noe som faktisk er lavere enn de \$13 billionene Deutsche Börse Group anslo på slutten av 2007, før finanskrisen brøt ut i 2008.

Markedsverdien av råvarekontraktene på OTC-markedet var omtrent \$471 milliarder, det vil si ca. 5 % av det totale OTC-markedet. Ikke-finansielle selskaper sto for anslagsvis 70 % av råvarederivatene, altså rundt \$330 milliarder. Hoveddelen av dette forventes å være olje- og gasselskaper og gruveselskaper som selgere av produkter og kjøpere og selgere av derivater. Disse selskapene bruker imidlertid også andre derivatinstrumenter, så det er vanskelig å estimere deres totale derivatbruk.

Om vi antar at halvparten av de \$471 milliardene er posisjoner holdt av industriens salgsside (den andre halvparten holdes av finansielle institusjoner eller selskaper som bruker råvarebaserte derivater uten å være olje- og gasselskap eller gruveselskap) ville dette bety at selskapenes derivater har en brutto markedsverdi på \$235 milliarder. Om disse ble realisert øyeblikkelig ville det gi netto skattbar gevinst og tap på \$70 milliarder om gjennomsnittlig skatterate var 30 % i de involverte land. Som oftest er tap og gevinst ubalansert, og vertsland for petroleums- og gruveindustri har massive tap og svært få gevinster.

Pålydende verdi av råvarebaserte derivater i OTC-markedet i juni 2011 var omtrent \$3,2 billioner, og halvparten av dette (relatert til petroleums- og gruveaktiviteter) ville være \$1,6 billioner. Til sammenligning er det amerikanske budsjettunderskuddet \$1,3 billioner, og verdens totale årlige produksjonverdi (eng. Gross Domestic Product) \$65 billioner.

Det bør her bemerkes at dette kun inkluderer OTC-instrumenter. En kan legge til børshandlede råvarederivater og andre derivatformer, for eksempel er valutaderivater i utstrakt bruk i petroleums- og gruveindustrien. Om derivatbruken i industrien var i balanse med derivatmarkedet ville den totale derivatbruken i industrien være i størrelsesorden \$4,7-5,2 billioner (dette er kun en illustrasjon, ettersom det er umulig å estimere dette med stor grad av sikkerhet gitt dagens informasjonstilgang). Problemet for skattebasen i både verts- og hjemland er tilsvarende stort.

Den kjente investoren Warren Buffet omtalte i 2003 derivater som 'financial weapons of mass destruction', og en kan begynne å skjønne hvorfor når en ser på instrumentenes dimensjon.<sup>9</sup>

En bør være klar over at det ikke ligger noen egenverdi i derivater. Utenfor den lille andelen som er brukt for reell risikoreduksjon (sikring) er derivathandel spekulasjon i forventet prisutvikling i det underliggende aktivaet, eller mer presist, bevegelsen i en markedsindeks. Derivatene tar altså sin pris fra det underliggende aktivaets mulige fremtidige pris – dette er tilfellet både for terminkontrakter (med pris spesifisert i dag, og oppgjør på ett bestemt tidspunkt i fremtiden) handlet på OTC-markedet og futureskontrakter (med prisen spesifisert i dag og oppgjør en gang i fremtiden, men med månedlige betalinger etter hvert som markedsprisen utvikler seg, for eksempel med månedsvis rekalkulering) handlet på børsmarkedet.

En av derivatmarkedenes kuriositeter er det lave antallet kontrakter som holdes til forfall. Grunnen er at de fleste tradere innen finansielle institusjoner velger å kutte sine posisjoner før avtalt leveringstidspunktet angitt i kontrakten. Å kutte en posisjon i derivatmarkedet betyr i praksis å inngå en avtale med omvendt posisjon av den

---

<sup>9</sup> <http://www.fintools.com/docs/Warren%20Buffet%20on%20Derivatives.pdf>

opprinnelige. Unntaket kan faktisk være i råvaremarkedet, der det kan være stor variasjon i kvalitet på varene i markedet, og at motsatte posisjoner inngås fra start, med derivatets lengde koblet til salg og levering av det faktiske produktet fra petroleums- eller gruveselskapet.

I tillegg til det underliggende aktivaet og kontraktstypen er kontraktens størrelse og leveringsdetaljer viktige kontraktselementer. Størrelsen er viktig for at den skal være omsettelig, spesielt om den handles på et børsmarked, slik futures-kontrakter gjør. Leveringsdetaljer er vanligvis spesifisert med leveringssted (viktig med tanke på transportkostnader om levering faktisk skal finne sted) og et spesifikt tidspunkt. For futures-kontrakter kan levering typisk foregår når som helst innen en måned. For børshandlede kontrakter som futures har børsene spesifisert grenser for prisbevegelser for å hindre at ekstrem spekulasjon skaper store prissvingninger.

Hovedforskjellen mellom børshandlede derivater og OTC-derivater er, i tillegg til standardisering, kredittisiko. Det er en reell fare for at motparten i en OTC-handel kan gå konkurs. Kreditt-risikoen håndteres i dag vanligvis gjennom at det stilles sikkerhet, altså at et innskudd er gjort for å sikre at forpliktelser vil bli opprettholdt. Dette er spesielt tilfelle når de to sidene i en handel ikke er relaterte. Når to relaterte selskaper inngår motsatte handler på samme tidspunkt, eller bruker et (internt) handelshus, er ikke behovet for sikkerhet det samme.

I derivathandel kan en vanligvis skille mellom daghandlere (eng. 'day traders') og posisjons-handlere. Daghandlerne holder sjelden sine posisjoner mer enn én dag. Denne typen transaksjoner har i dag stort sett blitt erstattet av roboter som kan prosessere data og reagere på små forandringer langt raskere enn noe menneske. Petroleums- og gruveselskaper er normalt posisjonshandlere når de ønsker å flytte ubeskattede inntekter over landegrenser. Daghandling og robothandling innebærer vanligvis ordre som utføres straks et sett spesifiserte betingelser er oppfylt. Posisjonshandling kan også involvere de samme mønstre, men ikke i like stor grad i og med at den motsatte kontrakten sørger for den ønskede effekten.

For mer informasjon om spesifikke uttrykk brukt i dette og senere kapitler, se terminologilisten i siste del for ytterligere definisjoner og forklaringer.

---

## 4. SIKRING VERSUS SPEKULASJON VERSUS ARBITRASJE

De tre viktigste årsakene for utviklingen og utnyttelsen av derivater:

### a. Sikring (hedging)

Sikring benyttes av parter som søker å administrere eksisterende risiko ved å inngå en derivat-transaksjon som reduserer deres risiko eller eksponering til potensielle fremtidige hendelser. Dette er ikke annerledes enn begrunnelsen bak en forsikringsavtale. De eksisterende risikiene kan være eksponeringen i en investeringsportefølje, prisendringer på olje for et oljeselskap eller prisendringer på mineraler eller metaller for et gruveselskap, endring i renter for bank etc.

Sikring er ofte sett på som en god ting, men man bør være klar over at inntektene både til nasjoner og aksjonærer kan bli ugunstig påvirket av sikring selv om argumentet for sikring er å beskytte fortjeneste gjennom å maksimere inntekter og minimere kostnader. Ekte sikring er en god ting, men skattemyndighetene finner sjelden bevis for ekte sikring som beskytter skattegrunnlaget til et selskap i vertslandet, og hjemlandet til det øverste morselskapet er sjelden på mottakersiden av derivatkontrakter.

Ekte sikring innebærer vanligvis at det aktuelle selskapet bare inngår en derivatkontrakt som utligner negative effekter knyttet til selve produksjonen, for eksempel at en derivatkontrakt kan se bort ifra negative pris- eller valutastjokk etter at derivatkontrakten er inngått. Kontrakten kan imidlertid se bort ifra noen positive prisstjokk med mindre avhjelpende handlinger blir foretatt eller at kontrakten er en opsjon og ikke en termin-/futures-kontrakt.

Et annet forhold som selskapene bør vurdere før de inngår sikringsforretninger knyttet til produksjon i selskapet er at de faktisk kan påvirke handlinger fra sine aksjonærer. Vi kan legge frem to eksempler her:

- En langsiktig aksjonær kan holde en godt diversifisert portefølje av aksjer. Dersom disse inkluderer nikkelgruver eller kobber gruver og andre næringer som er store brukere av nikkel eller kobber, så er aksjonæren faktisk godt beskyttet mot prissvingninger på nikkel eller kobber. Hvis en stor nikkel eller kobber produsent begynner å sikre sine produkter kan de faktisk forandre fortjenesten til selskapet på en slik måte at porteføljen til aksjonærene ikke har de samme egenskapene som før.
- En kortsiktig aksjonær kan ønske å gå inn eller ut av et olje & gass eller gruveselskap fordi han eller hun har visse forventninger til konsekvensene av en markedstrend, underliggende tilbuds- og etterspørselsbilde eller et geopolitisk situasjon. Dersom et selskap har sikret sin produksjon, kan overskuddet i selskapet dermed oppføre seg annerledes enn aksjonæren (e) forventer, og selskapet kan komme under kritikk for ikke å gi sine aksjonærer den informasjonen de trengte for å handle deretter.

Som vi ser er verken langsiktige eller kortsiktige aksjonærer nødvendigvis hjulpet av selskaper som benytter sikring som en del av sin strategi. Men som vi skal se i kapittel 7 nedenfor, endres dette bildet helt hvis selskapet begynner å bruke derivater for andre formål enn sikring til (kortsiktig) fordel for aksjonæren og til skade for vertsland og hjemland.

Det er ikke ekte sikring hvis ett og samme konsern inngår to motstridende derivatkontrakter. De to kontraktene vil normalt se bort ifra effekten av hverandre for gruppen som helhet, men vil hovedsakelig overføre overskuddet fra ett selskap i gruppen til et annet selskap i gruppen.

#### **b. Spekulasjon**

Spekulasjoner er ofte brukt av 'hedge'-fond eller tradere som søker å generere profitt ved å plassere en innsats på prisbevegelse i et aktivum. Selv om spekulasjon kan produsere en høy avkastning på investeringer, er nedsiderisiko like fremtredende, noe som ble illustrert av blant annet kollapsen i Long Term Capital Management i september 1998.

På grunn av den høye graden av gjeldandel man kan ta i spekulative kontrakter, kan en negativ endring i prisene fører til raskt økende gjeld og en portefølje verdt millioner kan falle til nesten null i løpet av noen få timer.

De fleste transaksjoner som selskaper går inn i er faktisk ikke sikring, spesielt når det gjelder inngåelse av råvarebaserte derivater, men heller spekulasjon. Grunnen til dette er at de faktisk ikke bare beskytter en eiendel mot negative effekter, men at de forstyrrer den naturlige sammenhengen mellom ulike elementer i resultatregnskapet eller balanseregnskapet.

Et av disse forholdene er for eksempel mellom salg av produksjon som det tar tid mellom den faktiske produksjonen blir solgt og rullet ut av produksjonsanlegg og til det punktet når salget har blitt betalt av kunden og oppgjøret har blitt konvertert til valutaen kostnader og skatter blir betalt i.

Å gjennomføre 'sikring' kan gi selskapet en annen kostnad-til-inntekt eller skatt-til-inntekt forhold enn konkurrentene, og sådan blir 'sikring' faktisk til et stort eksperiment eller, med andre ord, spekulasjon. Hvorvidt selskapet kommer ut på topp i denne spekulasjonen er langt fra sikkert, spesielt siden 'sikring' vanligvis ser bort ifra negative effekter som begrensning av oppside.

Man skal ikke glemme at det er oppsiden som oftest skaper forskjellen mellom konkurrenter. Det faktum at en konkurrent får mer inntekter og dermed betaler mer skatt betyr også at konkurrenten har mer etter-skatt profitt igjen enn det selskapet som har 'sikret' og har gitt slipp av høyere inntekter for å bli beskyttet mot et prisfall.

Her kan vi ta et par eksempler fra dagliglivet til folk flest: med mindre man er i en svært vanskelig økonomisk situasjon og ikke tolererer særlige kostnadsøkninger, vil de fleste i det lange løp ha større nytte av å flytende fremfor fastrente eller flytende fremfor faste strømpriser.

Det samme er tilfellet for utvinningsselskaper, med mindre selskapet har svært begrenset tilgang på kontanter og ikke kan tolerere inntekter under et visst nivå vil et selskap innenfor råvareutvinning i det lange løp være mer lønnsomt ved å være eksponert mot prisingen i markedene enn å prøve å låse inn en viss prising.

#### **c. Arbitrasje**

Muligheter for arbitrasje finner sted over hele verdensmarkedet, og derivater er noen ganger brukt til å utnytte disse. Arbitrasjehandel som benytter derivater er for svært profesjonelle selskaper, og er stort sett begrenset til finansielle institusjoner eller robottrading. Vi vil derfor ikke fokusere på dette området av derivathandel.

## 5. BASISINSTRUMENTENE: TERMIN/FUTURE KONTRAKTER VERSUS OPSJONER

Når statene handler med ikke-fornybare og knappe ressurser er det viktig at denne handelen kommer til nytte for hele landet og alle dets innbyggere ved å skape et grunnlag for å øke ferdighetene i arbeidsstyrken gjennom utdanning og industrialisering og dermed skape en bærekraftig og langsiktig vekst som genererer utvikling til det beste for alle. Dette kan de ikke gjøre hvis selskapene bruker feil instrumenter ved handel av deres produkter, noe som reduserer skattegrunnlaget til vertslandene. Derivater er et område hvor det er veldig lett å velge feil instrument.

En terminkontrakt er en ikke-standardisert derivatkontrakt solgt over disken som i hovedsak låser inne en pris i dag som selskapet da vil få i fremtiden, men hvor det er en reell risiko for at motparten ikke kan betale.

En futureskontrakt er en standardisert derivatkontrakt som selges av en børs som i hovedsak låser inne en pris i dag som selskapet da vil få i fremtiden, men med liten risiko for at motparten ikke kan betale.

Både en terminkontrakt og en futures-kontrakt låser inne en pris i dag, og i den grad at prisen på det underliggende, for eksempel en oljelast, endres, så gjør prisingen av termin/futures kontrakten det også. Gitt at det er en 100 % match i størrelse og timing på de to transaksjonene, salget av oljelast og kjøpet av derivatkontrakten, så vil disse i hovedsak jobbe mot hverandre. Resultatet er at hvis det er en gevinst på oljelasten, vil det være et tilsvarende tap på derivatkontrakten, og hvis det er et tap på oljelasten, vil det være en tilsvarende gevinst på derivatkontrakt. Hele nedsiden er fjernet, men oppsiden er også borte.

En opsjon er en kontrakt som gir innehaveren rett til å kjøpe eller selge det underliggende aktivum til en bestemt dato for en viss pris. En 'kjøpsopsjon' er retten til å kjøpe og en 'salgsopsjon' er retten til å selge. En 'amerikansk' opsjon kan innløses hele veien frem til utløpsdatoen mens en 'europeisk' opsjon bare kan innløses på utløpsdatoen. Det kommer ikke som noen overraskelse at 'amerikanske' opsjoner er mest brukt siden disse gir mer fleksibilitet enn de 'europeiske' opsjonene.

Det finnes fire typer aktører i opsjonsmarkedet: (i) selgere av 'calls', (ii) kjøpere av 'calls', (iii) selgere av 'puts' og (iv) kjøpere av 'puts'. Selgere er omtalt som å ha en 'short' posisjon, mens kjøperne er omtalt som å ha en 'long' posisjon. Terminologien refererer til at selgerne må 'få' det fysiske til å dekke sin 'short' posisjon (vanligvis fra sine egne produkter hvis de er et olje & gass eller et gruveselskap), mens kjøperen må finne en ny kjøper å videreselge sin 'long' posisjon til (vanligvis noen som kan utnytte produktene til å lage andre produkter).

Den grunnleggende forskjellen mellom bruk av terminkontrakter/futures og opsjoner er at mens en termin-/futures-kontrakt er utformet for å nøytralisere risikoen ved å feste prisen, er opsjonene utformet for å gi forsikring siden de tilbyr en måte å beskytte mot skadelige prisbevegelser samtidig som den tilgodesette i opsjonen kan dra nytte av gunstige prisbevegelser (hvor opsjonen ikke utløses). Den andre forskjellen er at i motsetning til terminkontrakter/futures så innebærer opsjoner betaling av et up-front gebyr, opsjonspremien.

Opsjoner er den klart beste strategien hvis et selskap ønsker å benytte sikring eller maksimere sin profitt i vertslandet i tider med volatile priser - til en pris - et faktum som kan forklare hvor lite opsjoner blir brukt i vertslandene sammenlignet med terminkontrakter/futures, siden terminkontrakter/futures er mye mer i stand til å overføre før-skatt profitt på tvers av landegrensene.

## 6. BESKRIVELSE AV DE ENKELTE DERIVATPRODUKTER OG DERES BRUKSOMRÅDE

Denne delen vil for alle praktiske formål bare kort beskrive instrumentene som blir brukt i derivatmarkedene. Lesere som er interessert i mer informasjon om de enkelte derivater bør helst lese seg opp på en lærebok. Beskrivelser og bruk av ulike derivater som tilbys er her skalert ned for å fungere som bakgrunn for misbruk av derivater i kapittel syv.

Leseren er henvist til kapittel 5 for en generell beskrivelse og diskusjon av de grunnleggende derivater 'terminkontrakter', 'futures kontrakter' og 'opsjoner'. Børshandlede, standardiserte produkter som kalles vanligvis 'plain vanilla' produkter og refererer til en ukomplisert versjon av en bestemt type kontrakt. Terminkontrakter, futures og opsjoner er, når de ikke er kombinert for å danne mer kompliserte produkter, her betraktet som 'plain vanilla' produkter. Produktene er så klart definert, risikoen er så velkjent og kontraktene er så standardisert at hyppige brukere av derivatkontrakter har ingen problemer å kjøpe, administrere og føre regnskap for disse kontraktene på en standardisert basis.

### a. Futures/terminkontrakter og opsjoner

The Bank for International Settlements (BIS) produserer statistikk for bruk av derivater. Tabell 22A fra juni 2011 rapporten gir en god oversikt over utviklingen i råvarebaserte kontrakter over de siste 3 årene.<sup>10</sup> Som man kan se begynner pålydende beløpet å øke i juni 2011 etter en lavkonjunktur i juni 2010 etter avvikling av posisjoner post-2008. Brutto markedsverdier har imidlertid ikke har fulgt etter.

Instrument/counterparty	Notional amounts outstanding					Gross market values				
	Jun 2009	Dec 2009	Jun 2010	Dec 2010	Jun 2011	Jun 2009	Dec 2009	Jun 2010	Dec 2010	Jun 2011
<b>Total commodity contracts</b>	<b>3,619</b>	<b>2,944</b>	<b>2,852</b>	<b>2,922</b>	<b>3,197</b>	<b>682</b>	<b>545</b>	<b>458</b>	<b>526</b>	<b>471</b>
<b>Gold</b>	<b>425</b>	<b>423</b>	<b>417</b>	<b>397</b>	<b>468</b>	<b>43</b>	<b>48</b>	<b>45</b>	<b>47</b>	<b>50</b>
Forwards and swaps	179	201	224	230	283	-	-	-	-	-
Options	246	222	193	167	185	-	-	-	-	-
<b>Other precious metals</b>	<b>93</b>	<b>107</b>	<b>127</b>	<b>123</b>	<b>144</b>	<b>24</b>	<b>15</b>	<b>29</b>	<b>18</b>	<b>19</b>
Forwards and swaps	44	76	81	90	86	-	-	-	-	-
Options	49	31	46	32	58	-	-	-	-	-
<b>Other commodities</b>	<b>3,101</b>	<b>2,414</b>	<b>2,307</b>	<b>2,403</b>	<b>2,585</b>	<b>614</b>	<b>482</b>	<b>384</b>	<b>461</b>	<b>402</b>
Forwards and swaps	1,671	1,599	1,470	1,691	1,760	-	-	-	-	-
Options	1,430	815	837	712	825	-	-	-	-	-

Kilde: Bank of International Settlements, November 2011

Vi ser av tabellen at terminkontrakter (statistikken dekker OTC markedet, ikke det børs-baserte futures markedet) og swapper har ca 2/3 av derivatmarkedet i varer, mens opsjoner utgjør de resterende 1/3. Her trenger man å observere at i den grad et derivat omfatter flere instrumenter, er instrumentet rapportert under 'Options' dersom ett av virkemidlene er en opsjon, mens alle andre instrumenter er rapportert under 'Forwards and swaps' i denne statistikken.

Den viktigste bruken av terminkontrakter (og futures kontrakter) er å låse inn et forventet økonomisk resultat. Dette er vanligvis å sikre at en kostnad ikke blir høyere

<sup>10</sup> Bank for International Settlements (BIS); 'OTC derivatives market activities in the first half of 2011', November 2011, obtainable at [www.bis.org](http://www.bis.org).

eller en inntekt ikke blir lavere enn prisnivået man inngår derivattransaksjonen på. Hovedtrekkene i slike terminkontrakter (og futures) er at de skaper forutsigbarhet ved å fjerne fleksibilitet.

Bruk av opsjoner på den andre siden er mer som en forsikringspremie (der kostnaden faktisk kalles opsjonspremie) som skaper forutsigbarhet på nedsiden samtidig som fleksibiliteten på oppsiden (faktisk begge sider) beholdes. Gitt den økonomiske attraktivitet av å beholde fleksibilitet på oppsiden kan det komme som en overraskelse at så lite som 1/3 av derivattransaksjonene er (ulike former for) opsjoner. Fleksibilitet betyr at det er også noen unike muligheter ved å benytte opsjoner.

#### **b. Swapper**

En swap er en avtale mellom to parter om å bytte kontantstrømmer for en angitt tidsperiode. På det tidspunkt avtalen er innledet er minst en av kontantstrømmene bestemt av en tilfeldig eller usikker variabel, for eksempel rente, valutakurs, egenkapitalpris eller råvarepris. Man kan betrakte en swap som enten en portefølje av terminkontrakter, eller som en lang posisjon i en obligasjon kombinert med en kort posisjon i en annen obligasjon. De to vanligste og mest grunnleggende typer swapper er rentebytteavtaler og valutabytteavtaler.

Vanligvis løper en swap til avtalt sluttdato. Dersom en av swap-partene må avslutte swappen før avtalt sluttdato, kan flere strategier benyttes (lignende en investor som selger en børsomsatt futures eller opsjonskontrakt før utløp).

##### **b1. Tilbakekjøp av motparten**

Akkurat som en opsjon eller futures kontrakt, har en swap en kalkulerbar markedsverdi, slik at en part kan heve avtalen ved å betale den andre part denne markedsverdi. Men dette er ikke en automatisk funksjon, så enten må det være spesifisert i swap-kontrakten på forhånd, eller den part som vil ut må sikre motpartens samtykke.

##### **b2. Inngå en utlignende swap**

Dette alternativet vil kansellere effektene av den opprinnelige swappen. Dette kan gjøres uten samtykke fra motparten.

##### **b3. Selg swappen til andre**

Fordi swapper har en kalkulerbar verdi, kan den ene parten selge kontrakten til en tredjepart. Dette krever tillatelse fra motparten.

##### **b4. Bruke en Swaption**

En swaption er en opsjon på en swap. Kjøpe av en swaption ville tillate en part å sette opp, men ikke gå inn i, en potensielt utlignende swap på det tidspunkt de inngår den opprinnelige swappen.

#### **c. Aksjederivater**

Aksjederivater tar sin verdi fra aksjer eller aksjeindekser. Det finnes flere typer aksjederivater inklusive opsjoner, garantier (warrants), futures, terminkontrakter, konvertible obligasjoner, og swapper.

##### **c1. Aksjeopsjoner**

En egenkapital opsjon er en kontrakt som gir en investor rett til å handle aksjer på lager til en bestemt pris (innløsningskurs). Kontrakten betyr imidlertid ikke forpliktet investor til å faktisk gjøre et kjøp eller et salg.

##### **c2. Aksjeprisgaranti**

Warrants gir innehaveren rett, men ikke plikt, til å kjøpe underliggende aktiva (aksjer) på et bestemt fremtidig tidspunkt. I motsetning til opsjoner, blir tegningsretter til warrants

utstedt av et selskap snarere enn en investor, og tilbys til innehavere av selskapets obligasjoner og preferanseaksjer. En warrant tillater en investor å kjøpe (call garanti) eller selge (put garanti) selskapets aksjer til en bestemt pris.

#### c3. Aksjefutures

En aksjefuture er en kontrakt mellom to parter der den ene part (kjøper) samtykker i å kjøpe det underliggende verdipapiret til et fremtidig tidspunkt til en avtalt pris. Mens dette ligner på en opsjon, så skaper kjøp av en futures kontrakt en forpliktelse i stedet for en rett, dvs. kjøperen må kjøpe aksjen når futures kontrakten når sluttdato, og selger må også selge aksjen på denne datoen.

#### c4. Aksjeterminer

En aksjetermin ligner en aksjefuture ved at det skaper en forpliktelse mellom to parter å utveksle en aksje på en bestemt dato og til en bestemt pris, men det er ikke en kontrakt som omsettes på en børs. En aksjeterminkontrakt resulterer bare i at aksjer og penger blir utvekslet på oppgjørsdagen.

#### c5. Konvertible obligasjoner

En konvertibel obligasjon gir innehaveren rett til å konvertere obligasjonen til aksjer i det underliggende selskapet. Derivatet har fortsatt egenskapene til en obligasjon, for eksempel en kupong og en forfallsdato, men inneholder også konverteringsprisen som konverteringen skal skje til. Typer av konvertible obligasjoner kan være 'plain vanilla' konvertible, utskiftbare konvertible obligasjoner, obligatorisk ombyttelige obligasjoner, betingede obligasjoner, hybride obligasjoner og reversert konvertible obligasjoner.

#### c6. Aksjebytteavtaler

En aksjebytteavtale er en avtale mellom to parter der kontantstrømmer fra to ulike aktiva blir utvekslet, en av dem fra en aksjeindeks, mens den andre vil være en annen indeks eller en enkelt aksje (eller til og med en fast eller flytende rente).

### d. Kredittderivater

Det er tre hovedkategorier av kredittderivater:

- 'Credit default' swapper
- Kredittopsjoner
- 'Total (rate of) return' swapper

Det underliggende er en eller annen form for kreditt eller avkastning.

#### d1. 'Credit default' swap

I en 'credit default' swap (CDS) betaler kjøperen av beskyttelse en periodisk avgift, oftest uttrykt i basispunkter per år, mot å få en betinget utbetaling fra selgeren av beskyttelsen etter en kredithendelse.

#### d2. Kredittopsjoner

Kredittopsjoner er 'put' eller 'call' opsjoner knyttet til prisen på enten et flytende rentepapir, en obligasjon, et lån eller en swap pakke bestående av et risikofylt kredittinstrument, uansett betalingssegenskaper, og en korresponderende derivatkontrakt. Opsjonen, hvis trigget, utveksler kontantstrømmen for et av disse instrumentene mot en flytende rente kontantstrøm.

#### d3. 'Total return' swap

En totalavkastnings-swap er laget for å overføre kredittisiko mellom partene, men forskjellig fra en 'credit default' swap i at det utveksles den totale økonomiske ytelsen til en bestemt eiendel mot en annen kontantstrøm. Betalinger mellom partene i en totalavkastnings-swap er basert på endringer i markedets verdsettelse av et bestemt kredittinstrument uavhengig av om en kreditt hendelse har skjedd eller ikke.

## 7. VANLIGE MÅTER Å MISBRUKE DERIVATER PÅ

*'The inclusion of financial derivatives in numerous tax shelters suggests tax avoidance is an economically significant, yet previously unexplored, aspect of their use... I find that new users experience reductions in tax burden following the implementation of a derivatives program. These benefits increase with the magnitude of derivatives employed and do not depend on effective hedging of economic risks. Further analyses reveal firms' ex ante preferences for aggressive tax strategies have a positive relation with the underlying implementation decision. This evidence collectively suggests tax avoidance is both a determinant and outcome of derivative use. However, similar to the opacity of corporate tax shelters, I find no indication of either aspect in footnote disclosures explaining why and how firms use derivatives.'*

Michael P. Donohoe, 2011<sup>11</sup>

Hensikten med denne rapporten er ikke å utdanne leseren på derivater, og heller ikke å fremlegge alle mulige typer av bruk eller misbruk av derivater. Hovedformålet er å skissere typiske former for bruk eller misbruk av derivater, for deretter å overlate til hvert enkelt vertsland å vurdere om det politiske forslaget skissert på slutten kan være en metode å hindre skatteunndragelse ved bruk av derivater når slik misbruk blir oppdaget eller er sterkt indikert.

I en ekte sikringstransaksjon vil kjøperen av derivatet se bort fra ytre påvirkninger og konsentrere seg om selve transaksjonen for å sørge for at sikringen er inngått på en slik måte at målene for selskapet er oppnådd, dvs. å sikre den enkelte underliggende transaksjonen mot negative prissvingninger. Et reelt sikringsmønster vil bety at derivater heller kjøpes når en priskurve nærmer seg en topp, eller i en fallende prisutvikling, enn når prisutviklingen er bratt stigende. Kjøperen vil dermed nå målet om at sikringen er spesifikk for hver underliggende transaksjon, at forventningen er nøytral eller svakt positiv ved inngåelse av sikringen og at hver underliggende transaksjon som skal sikres behandles separat, dvs. et produksjonsprogram dekket med en lang 'Amerikansk' opsjon eller individuelle salg dekket av en 'Europeisk' opsjon eller termin- eller futurekontrakter som sammenfaller med tidspunktet for den underliggende transaksjonen.

### a. Misbruk av terminkontrakter eller futures kontrakter

I en sikringstransaksjon der det eksisterer en spekulasjonskomponent vil derivatkjøperen prøve å sikre en så lav kostnad eller en så høy inntekt som mulig, og dermed begrense elimineringen av oppsidepotensialet så mye som mulig. En typisk sikringstransaksjon med en spekulasjonskomponent bør derfor, i tilfeller med sikring av en så høy inntekt som mulig, ligne illustrasjonen i figur 7.1.

Illustrasjonen er basert på en vare som opplever prissvingninger i form av en konjunktursyklus (her både forenklet og overdrevet), og den underliggende antakelsen er at det er en vare der produsentene har rimelig god oversikt over globale tilbud, etterspørsel og lager.

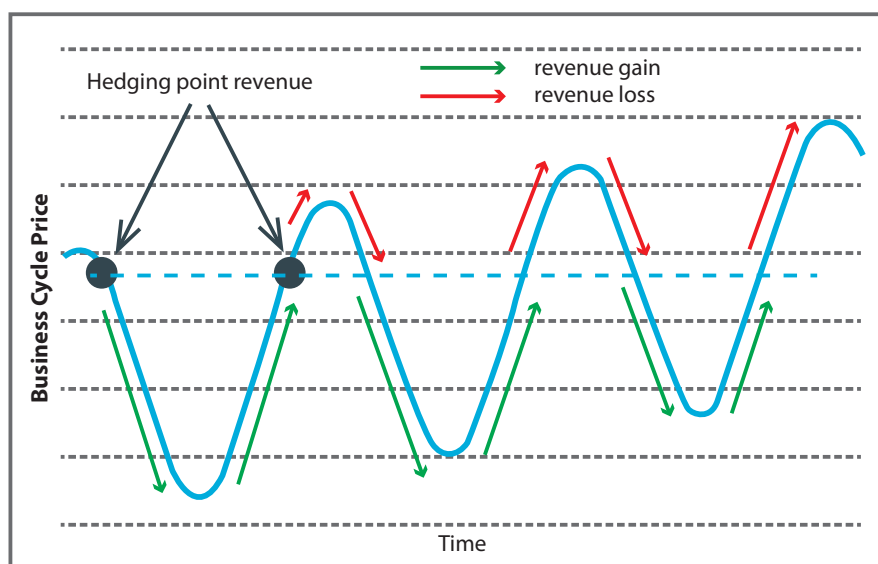
I dette mønsteret vil man vanligvis se at derivatkontrakten inngås nesten umiddelbart etter at en pristopp er nådd. Dersom prisene har steget en stund, vil sikringen bli inngått

<sup>11</sup> Michael P. Donohoe: 'Financial derivatives in corporate tax avoidance: an empirical study of new users', January 2011, obtainable at <http://wpcarey.asu.edu/accounting/upload/Michael-Donohoe.pdf>. Donohoe found tax delays in the early use of derivatives in new users, but failed to find the kind of permanently tax reducing use of derivatives to transfer pre-tax funds to lower-tax jurisdictions. The reason for this is most likely that a prerequisite for the research was that there were financial statements available (which there usually is not from companies registered in tax havens) and that the company in question should not be a subsidiary (ruling out all host country operations where transfer of funds using derivatives are common).

om lag på nivå med toppen av den forrige forretningszyklusen eller over. På hvilket punkt transaksjonen er inngått spiller egentlig ingen rolle siden det i begge tilfeller vil føre til flere gevinster enn tap på kort sikt, mens det på mellomlang til lang sikt (uvanlig eller umulig å sikre) vil ende opp i et mer nøytralt bilde dersom derivattransaksjonen omfattet mer enn en konjunktursyklus. Med en stigende prisutvikling over tid, ville dette handelsmønsteret gi opphav til nøytrale eller positive forventninger for transaksjonene (altså likedan til ekte sikring, men det er nå ingen 1:1 forhold mellom selve sikringen og den underliggende varen som man ønsker å sikre).

I dette handlemønsteret vil man forvente at et selskap inngår motsatte transaksjoner når selskapet taper oppside (røde piler), da dette vil motvirke de negative virkningene av innlåsingeffekter av en termin- eller futures kontrakt. Alle kan gjøre feil, men selskaper som gjør feil vil tendere til å forsøke å eliminere den fremtidige effekten av disse feilene og følgelig gjøre de rette handlingene i derivatmarkedet for å unngå å miste fremtidig økonomisk oppside.

Figur 7.1 Sikringsmønstre med en komponent av spekulasjon – inntekstmaksimering



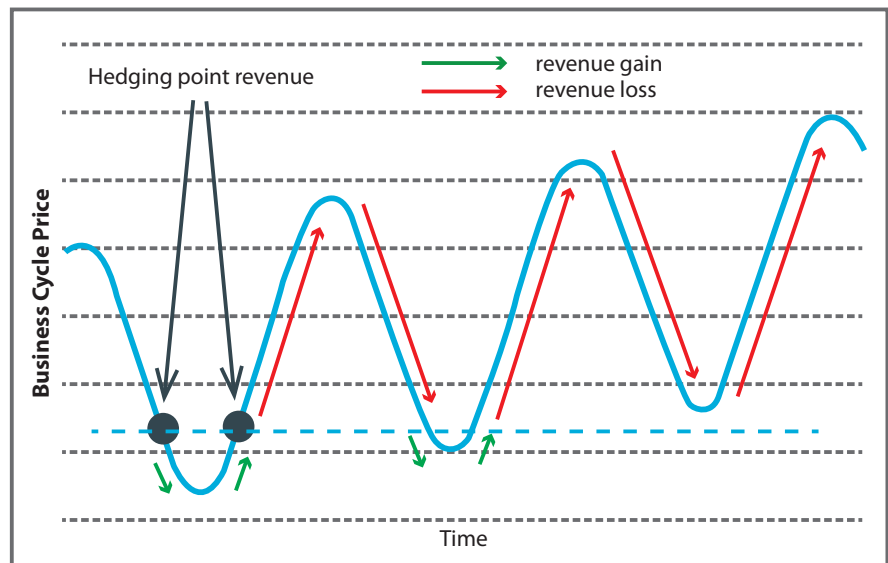
Source: Aarsnes, 2010

Sammenlign dette handelsmønsteret med handelsmønsteret vist i figur 7.2 (som vi har kalt et pengeoverføringsmønster). Dette handelsmønsteret er også ofte referert til som et 'sikrings-mønster', men det har ingenting å gjøre med sikring, men alt å gjøre med overføringer av før-skatt midler over landegrensen i et vertsland for å unngå beskatning av disse midlene.

Selskapet som kjøper derivatet vil her prøve å kjøpe derivatkontrakten på lavest mulig prisnivå. Vanligvis tar disse selskapene nytte av den nedadgående pristrenden. Selskapet låser dermed derivatkontrakten når prisene har falt betydelig i forhold til den forrige konjunkturen eller i forhold til forventningene. De dristigste selskapene (i lys av deres oppførsel mot skatte-myndighetene i vertslandet), eller de som feilbedømmer begynnelsen av konjunkturerne, vil finne ut at de inngår kontrakter i begynnelsen av neste prisoppgang.

Dette handelsmønsteret skaper vanligvis massive tap i vertslandet, da disse derivatkontraktene vil låse inn prisen på et relativt lavt nivå og vil medføre at selskapet i vertslandet taper penger på gjennom å miste hele oppsiden gjennom den økende prisutvikling og hele veien ned gjennom den neste nedadgående prisutviklingen (om derivatkontrakten varer så lenge) før man når (pris)punktet der derivatkontrakten ble inngått. Selskapet vil deretter begynne å tjene penger på kontrakten, men i langt mindre grad enn det de samlede tapene har vært.

**Figur 7.2 Pengeoverføringsmønster – inntektsminimering (i vertslandet)**



Source: Aarsnes, 2010

Det er fire kjennetegn ved denne handelen som har egenskaper til å kunne flytte massive ikke-beskattede beløp over en nasjonal grense til fordel for selskapet:

- Prisen som kontrakten er inngått til, er vanligvis så lav at prisforventningen verken er nøytral eller svakt positiv lenger når den ses over tid, men massivt negativ hvis man tar hensyn til den tapte oppsiden. Den lave prisen er generelt forsvart med det argumentet om at derivatkontrakten ble inngått for å beskytte mot enda lavere priser (man ser da bort fra at derivatkontrakten faktisk fjerner en enorm oppside).
- Ledelsen i selskapet i vertslandet tar ikke noen korrektive handlinger for å forsøke å inngå derivatkontrakter som motvirker virkningene av den første derivatkontrakten.
- Derivatkontrakten dekker vanligvis så lang tidsperiode som mulig for å låse inn en så lav pris så lenge som mulig, og for at selskapet skal kunne hevde at de kunne ikke ha visst om prisutviklingen for en så lang periode, eller at en lang tidsperiode vil bety at gevinster og tap til slutt vil jevne seg ut over tid (noe det ikke gjør pga det lave innslagspunktet).
- Selv om skatteetaten i vertslandet aldri vil se det, vil et tilknyttet selskap nesten alltid ha inngått akkurat den motsatte transaksjonen på samme tid og med de samme vilkårene for at pengene ikke kommer til en finansinstitusjon, men at profitten som genereres ved å overføre ikke-beskattede inntekter på tvers av riksgrensen holdes innenfor gruppen.

Enhver skatteinsitusjon som kommer over derivater med disse egenskapene bør ta følgende tiltak:

- Prøv å få den opprinnelige derivatkontrakten ugyldiggjort for skatteformål på bakgrunn av at dette er ulovlig skatteunndragelse.
- Samarbeid med Finansdepartementet i vertslandet slik at lovgivningen hindrer selskaper i å dra nytte av et slikt handelsmønster hvor de forsøker å overføre de negative effektene av tap på derivater over på inntektsstrømmer generert fra olje & gass- eller gruveindustri.

Misbrukene ovenfor utføres lettest ved hjelp av termin- eller futures kontrakter, eller med den type feilprisede langsiktige kontrakter som er omtalt i kapittel 8 nedenfor. Det finnes en endeløs rekke av muligheter for overføring av ikke-beskattede midler over en nasjonal grense ved bruk av derivater, og dermed ut av skattegrunnlaget i selskapet i vertslandet. Det er dermed ganske lett å gjennomføre, og det liten risiko for at skattemyndighetene vil kunne gjøre noe med det, gitt de enorme avvikene i kunnskapsbasen til skattemyndighetene i forhold til selskaper når det gjelder bruk og misbruk av derivater.

Hva en skattemyndighet bør spørre seg selv er, hvis det er lett å inngå motsatte derivattransaksjoner for å fjerne tap på allerede inngåtte transaksjoner, hvordan og hvorfor er de massive tapene som kan sees i regnskaper og i revisjoner i vertslandene oppstått?

Det virkelig skremmende er at de involverte finansinstitusjoner (OTC-tradere eller børs-tradere) ikke engang trenger å vite av hverandre, og selskapet i vertslandet trenger heller ikke å vite om den motsatte transaksjonen i det hele tatt. Det er nok at morselskapet, eller et tilknyttet selskap som har fått ansvaret for å gjennomføre derivathandel (et internt 'clearing house'), vet om derivathandelen som er inngått av, eller på vegne av, selskapet i vertslandet. Dette selskapet vil da kunne bruke den samme (eller andre) OTC-tradere(n) eller børs-tradere(n) for å inngå den motsatte transaksjonen for at gruppen kan bli nesten 100 % beskyttet mot innlåsing av prisingen i den opprinnelige derivattransaksjonen. Dermed kan morselskapet sikre en trygg overføring av før-skattmidler på tvers av riksgrensen i vertslandet og inn i et skatteparadis eller et annet land med lavere skatterate (enn vertslandet). Samtidig sikres det at gruppen som helhet er eksponert for svingninger i råvarepriser (som er den beste måten å maksimere fortjeneste over tid). Utvinningsselskapet har dermed redusert skattegrunnlaget i vertslandet, mens den på samme tid sørger for at gruppen som helhet mottar maksimalt etter skatt.

Ettersom det (potensielt) er ingen andre enn morselskapet som har full oversikt over begge sider av derivattransaksjonen, er det viktig at begge sider av derivattransaksjonen blir rapportert i land-for-land rapporteringen. Dette er faktisk den eneste måten å få vite om selskapet bruker derivater som sikring, eller om det er en ulovlig overføring av midler på tvers av landegrensene. Vi kaller dette en ulovlig overføring av midler på tvers av landegrensene, siden de fleste land har skatteregler mot manipulering av inntekter. Skatteregelen retter seg derfor ikke i tilstrekkelig grad mot derivater i den grad det er nødvendig for å unngå dette misbruket.

Denne typen misbruk er faktisk å diskreditere derivater som brukes for ekte sikring, og betyr således at alle som bruker derivater til en viss grad er under mistanke for å manipulere inntekter til skade for vertslandet (ekte sikring gjør ikke dette).

### b. Abuse of options

Hvis det er så lett å misbruke termin- og futures-kontrakter, hvordan er det da med opsjoner? Mange tror at opsjoners eneste rolle er som en forsikring mot en negativ effekt, men opsjoner kan også bli misbrukt.

Følgende eksempel er hentet fra en lærebok om derivater:

*'As a simple example of a possible tax planning strategy using options, suppose that Country A has a tax regime where the tax is low on interest and dividends and high on capital gains, while Country B has a tax regime where tax is high on interest and dividends and low on capital gains. It is advantageous for a company to receive the income from a security in Country A and the capital gain, if there is one, in Country B. The company would like to keep capital losses in Country A, where they can be used to offset capital gains on other items. All of this can be accomplished by arranging for a subsidiary company in Country A to have legal ownership of the security and for a subsidiary company in Country B to buy a call option on the security from the company in Country A, with the strike price of the option equal to the current value of the security. During the life of the option, income from the security is earned in Country A. If the security price rises sharply, the option will be exercised and the capital gain will be realized in Country B. If it falls sharply, the option will not be exercised and the capital loss will be realized in Country A.'*

Denne måten å flytte salgsgevinsters skattegrunnlag på vil være helt motstridende til hva de fleste skattesystemer prøver å oppnå: en symmetrisk beskatning av kapitalgevinster og -tap. Det er åpenbart for de fleste at for at skattesystemet skal kunne oppnå sine mål, må det være i stand til å fange skatt på kapitalgevinster for å kunne gi fradrag for kapitaltap. Uten denne symmetrien, er det liten grunn for et land å tilby fradrag for kapitaltap. En enkel løsning er det forslaget som er beskrevet i kapittel 9 som ensidig kan fjerne planlagt skatteunndragelse og samtidig beholde evnen til å gi skattefradrag for tap på derivater.

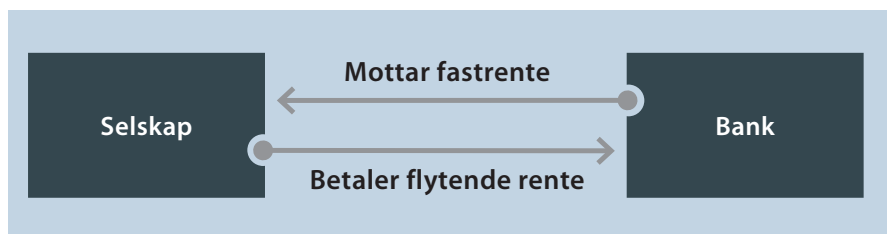
### c. Misbruk av swapper

Swapper kan brukes alene eller sammen med andre instrumenter. Nedenfor er to eksempler på bruk av de vanligste swapper alene for å skape skatteeffekter ønsket av skattebetalerne, men uønsket av vertslandet. Eksemplene er

- En renteswap som endrer et 'ubrukelig' kapitaltap til et rentefradrag tillatt under landets skattereglern
- En valutaswap for å unngå kildeskatt

#### c1. Renteswapmisbruk

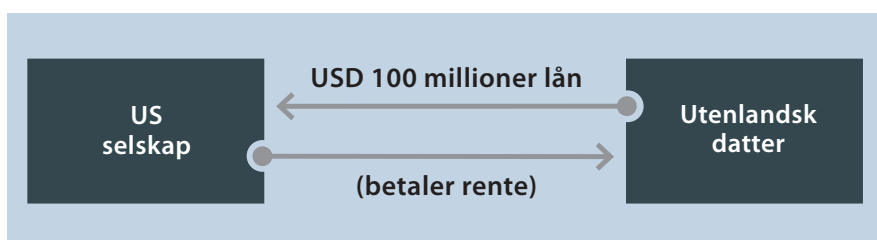
Anta at et selskap har et kapitaltap som er 'ubrukelig' på grunn av at det ikke har noen gevinst å utnytte tapet mot. Dette selskapet kan inngå en renteswap med en bank.



Selskapet mottar en fast rente og betaler flytende rente. Ved å selge mottaksdelen av transaksjonen, står selskapet igjen med en engangs-’gevinst’ som det kan benytte mot kapitaltapet det hadde (eliminere tapet) og samtidig beholde betalingsdelen av renteswapen som vil være fradragsberettiget mot fremtidige inntekter. Denne renteswapen vil dermed ha forvandlet et ’ubrukelig’ kapitaltap til et inntektsfradrag i årene som kommer. Den eneste forutsetning for at denne skatteordningen skal fungere er at det aktuelle landet behandler engangs-’gevinsten’ fra salget av mottaksdelen tilbake til banken (eller noen andre) som en kapitalgevinst. Dette er tilfellet for mange land, blant annet Storbritannia og de fleste land som har et skattesystem som ligner på Storbritannia.

c2. Valutaswapmisbruk

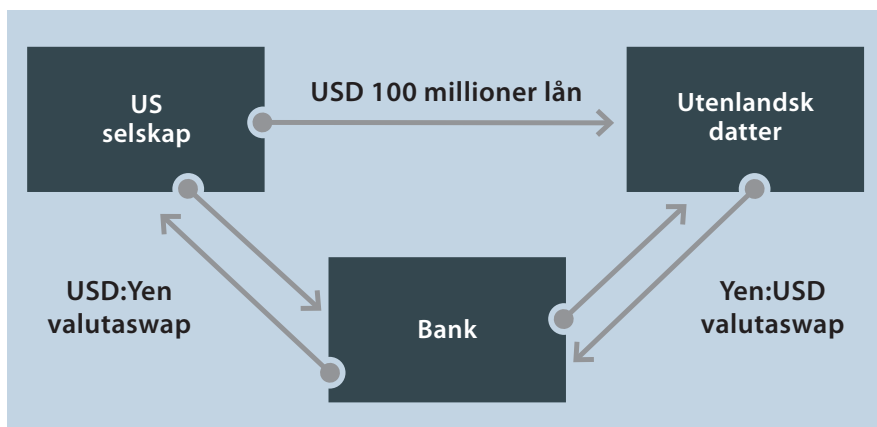
Anta et amerikansk selskap (eller et annet hjemlandselskap) har et lån til et datterselskap. Dette er en svært vanlig situasjon.



Hvis vi antar at renten på dette lånet er 5 % og at landet av utenlandsk datterselskap har 10 % kildeskatt på renteutgifter. Dette vil resultere i en årlig kildeskatt på USD 0,5 millioner for lengden på lånet varighet (forutsatt ingen nedbetalinger på lånet).

Det er mulig å nesten eliminere kildeskatten hjelp av en valutaswapavtale.

Ved å inngå like, men motsatte, valutaswapper mellom et USD lån og Yen lån med en bank, kan det utenlandske datterselskapet redusere rentekostnad til renten på Yen-baserte lån mens den motsatte swappen lar det amerikanske morselskapet eliminere eventuelle valutaeksponeringer fra Yen:USD swappen gjort av datterselskapet.



Forutsatt lån i Yen har en rente på 0,5 % (i stedet for 5 % for USD lån), ville 10 % kildeskatt i det landet hvor det utenlandske datterselskapet er hjemmehørende nå bli redusert til USD 0,05 millioner, en 90 % reduksjon i dette eksempelet. Det ville ikke være noen andre

effekter av valutaswappen da USD-renten i datterselskapslandet vil utligne USD-renter på det opprinnelige lånet (motsatt effekt), og det er ingen kildeskatt på swap betalinger mellom banken og amerikanske morselskapet.

I tillegg til disse to eksemplene, kan man finne alle slags varianter som utbytteswapper eller swapper som bytter en utbyttestrøm med en rentestrøm som har potensial til å lage nesten alle slags muligheter for langsiktig skatteunndragelse. Det er nødvendig med et meget sofistikert skattesystem dersom et land skal være i stand til å imøtegå alle de varianter som har eller kan opprettes ved hjelp av derivater. Politikforslaget i kapittel 9 trenger ikke å benytte sofistikerte skattmekanismer siden det er en selvregulerende mekanisme.

#### **d) Misbruk av mer kompliserte derivater**

Hensikten med denne artikkelen er ikke å skape et omfattende bibliotek av mulige misbruk av derivater, for det første fordi det er nær umulig, for det andre fordi et skatteregimes oppmerksomhet bør være på total bruk (eller misbruk) av derivater, ikke bare mulig eksempler som er dekket i en artikkel som denne. Grunnen til dette er at det er nær umulig å lage detaljerte reguleringer som kan ta vare på alle de forskjellige instrumentene og situasjoner som kan oppstå. Løsningen som er skissert i kapittel 9 er derfor en generell tilnærming til å håndtere misbruk av derivater.

Nedenfor vil vi derfor henwise til videre lesning om potensielle misbruk av aksje- og kredittderivater, og man bør merke seg at de ikke er begrenset til skattemisbruk.

##### **d.1 Aksjederivater**

Det er flere referanser tilgjengelig når det kommer til eventuell bruk (og misbruk) av aksjederivater. Følgende to gir en introduksjon til temaet:

- The Florida Bar Journal, april 2002 Volume LXXVI, nr. 4, <http://www.floridabar.org/DIVCOM/JN/JNJournal01.nsf/Articles/36C2EF7DD65C7BDD85256B8700583E78>
- En presentasjon av Holland & Knight LLP [http://www.ttn-taxation.net/pdfs/Speeches\\_Miami\\_2008/03JEFFRUBINGER.PDF](http://www.ttn-taxation.net/pdfs/Speeches_Miami_2008/03JEFFRUBINGER.PDF)

På dette tidspunktet har det gått opp for de fleste lesere at det ikke finnes et enkelt derivat som ikke på en eller annen måte kan misbrukes like mye som det kan brukes. Det er derfor at vi i kapittel 9 anbefaler en generell tilnærming for å håndtere misbruk og på samme tid sikrer at derivater fortsatt kan brukes til deres legitime bruk.

##### **d.2 Kredittderivater**

En 'Credit Default' swap (CDS) er kanskje det mest allment kjente derivatet da det kom i nyhetene etter sub-prime krisen og krisen i AIG, som var i den gale enden av et enormt antall CDS-kontrakter. CDS-kontraktene har kommet under massiv kritikk etter finanskrisen i 2008. Dermed er det klart at skattespørsmål ikke er de eneste problemene i kjølvannet av massiv bruk av derivater. Imidlertid kan et av problemene med kredittderivater faktisk være at de under visse omstendigheter er fradragsberettiget. Men i den grad at land bruker skatteløsningen som er skissert i kapittel 9, er det klart at også kredittderivater ville falle inn i et eget skattegrunnlag, og kjøpere vil bli mer reflektert i deres bruk av disse instrumentene.

Kredittderivater har allerede kommet under oppsyn av regjeringer, og det er ingen videre nytte i å gå dypere inn i disse instrumentene her. Vi håper at poenget har kommet fram fra ovenstående beskrivelse. Vi vil nå rette oppmerksomheten mot vanlig misbruk av derivater og derivatterminologi.

## 8. MISBRUK AV DERIVAT TERMINOLOGI – EN FEILPRISINGSMETODE

Noen selskaper i utvinningsindustrien går inn i kontrakter mellom tilknyttede selskaper hvor de låser prisen for en (lang) tidsperiode, begrunnet med at de 'sikrer' eller 'beskytter' inntektene mot lavere priser eller profitten mot netto tap, at de 'sikrer' prisen eller at de bruker 'risikostyring' for å jevne ut inntektene over tid.

Noen ganger vil selskaper innen utvinningssektoren argumentere for at finansinstitusjoner 'krever' at de 'sikrer' inntektsstrømmene sine. Man bør her merke seg at en finansiell institusjon har et helt arsenal tilgjengelig for å sikre sin posisjon mot et selskap, og dersom en finansinstitusjon krevde at et selskap skulle sikre sine inntekter, ville det vært naturlig for institusjonen å kreve at selskapet benyttet opsjoner, ettersom dette ville fjerne nedsiden for finansinstitusjonen mens det samtidig opprettholdt oppsiden for det utvinningselskapet.

Alle disse begrepene er derivatterminologi, og gir inntrykk av at disse selskapene bruker anerkjente teknikker fra derivater for å sikre inntektsstrømmene til selskapet. Etterforskning vil dog vise at de fleste av disse kontraktene faktisk reduserer inntektene til selskapet i vertslandet, og overfører marginen mellom globale priser og inntekter i selskapet til et tilknyttet selskap, ofte lokalisert i et skatteparadis eller i jurisdiksjon med lavere skattesatser enn vertslandet.

Disse avtalene avviker noe fra tradisjonelle internprisingsfeil hvor selskaper prøver å redusere den generelle marginen, da disse kontraktene prøver å dra nytte av prisvolatiliteten og overføre mer enn gjennomsnittsvolatiliteten ut av vertslandet for å imøtekomme 'risikoen' som det kjøpende tilknyttede selskapet 'tar'. Ingen 'risiko' er imidlertid overført fra gruppen til en tredjepart. Det eneste som har skjedd er at gruppen har hatt mulighet til å dele inntektene fra driften i vertslandet til selskaper innenfor gruppen som er etablert i forskjellige skatte-jurisdiksjoner (ikke sjelden i skatteparadiser), og dermed redusere skatteregningen til vertslandet.

Selskaper som bruker disse interne grenseoverskridende avtalene hevder som regel at de har inngått en langsiktig avtale for mange år siden da prisene var mye lavere 'for å sikre minimumsinntekter i forbindelse med den opprinnelige investeringen.' Det finnes eksempler fra revisjoner der selskaper som bruker denne typen avtaler over tid har vært i stand til å skape en kile på størrelse med over 10 % av bruttoinntekter mellom produksjon verdsatt til LME-priser og produksjon verdsatt ved hjelp av den langsiktige avtalte prisen.

Disse avtalene er bare en bløff, ettersom deres eneste funksjon er å overføre inntekter før skatt over riksgrensen og inn i en jurisdiksjon med en lavere skattesats (eller ingen skatt) enn vertslandet. Ingen firma ville noensinne inngå en slik avtale med en tredjepart, med mindre de to partene brukte en derivat-type avtale til å 'utveksle' inntektsstrømmer. Alle slike avtaler bør sees på av skattemyndighetene for det de faktisk er: en bløff

## 9. ET FORSLAG TIL HVORDAN MISBRUK KAN STOPPES OG LEGITIM BRUK KAN BESKYTTES

Et skattesystem ville blitt svært komplisert dersom man prøvde å bruke detaljerte lover for å løse alle slags bruksområder for derivater. Det er imidlertid to generelle tilnærminger som tar hensyn til derivate bruksområder på et overordnet nivå. Disse er

- Substitusjonsmetoden
- Separasjonsmetoden

Substitusjonsmetoden trenger generelt mer administrasjon av staten enn separasjonsmetoden.

### Substitusjonsmetoden

Inntektene fra selskaper i utvinningsindustrien er basert på volum ganger pris. Substitusjons-metoden vil erstatte prisingen i den virkelige transaksjon med en prising satt av myndighetene. Normprissystemet i Norge er et substitusjonssystem. Prisingen er undersøkt, vurdert og publisert av et institusjonelt organ kalt Normprisrådet. Dette krever riktignok en aktiv deltakelse fra myndighetene, da prisene må være tilgjengelig for selskapene i utvinningsindustrien til rett tid. Det norske Normprissystemet har resultert i et komplisert justeringssystem hvor selskaper som gjør feil når de erstatter og justerer inntekter over årsskifter pålegges straffeskatter. I mange år ble dette systemet mistrodd av selskapene, inntil Normprisrådet hadde tilstrekkelig historikk bak seg. Et system med substitusjonspriser kan resultere i mye spenninger mellom myndigheter og selskaper, og i tillegg til den administrative innsatsen som trengs, jobber dette mot denne type regime. Det norske Normprissystemet og skattereguleringene som det er en del av har effektivt forbudt all bruk av derivater i den norske olje- og gassindustrien, til og med ekte sikring.

### Separasjonsmetoden

Mange land har separate skattegrunnlag for ulike typer inntekt. Dette egner seg for den andre metoden som utgjør politikkforslaget i denne rapporten. I separasjonsmetoden vil man separere ut derivater som et eget skattegrunnlag. Inntekter og kostnader fra aktiviteter i utvinnings-industrien ville dermed bli beskattet for seg selv, mens selskaper ville måtte separere alle inntekter og kostnader som følge av derivatkontrakter eller langsiktige avtaler som benyttet andre enn  $M + x$  (salg måned +  $x$  antall måneder før prisoppgjør, avhengig av type produksjon) prismekanismer over i et eget skattegrunnlag separert fra utvinningsaktiviteten. Konsekvensen ville være at alle avtaler som brukte derivater eller metoder og terminologi fra derivater måtte bli presentert separat i selvangivelsen til selskapet og ville bli beskattet separat, inkludert egne fremføringsregler for tap.

Som vi har nevnt før, er forventningen i en ekte sikring, dvs. den delen av derivathandelen som ikke er spekulasjon, nøytral eller svakt positiv, noe som betyr at selskaper som går inn på slike transaksjoner ikke forventer å vinne eller tape på derivattransaksjoner på inngåelsestidspunktet, eller de forventer å vinne noe på lang

sikt. Ekte sikring ville også normalt innebære bruk av opsjoner, noe som ville garantere gevinst i det lange løp. Et separert skattegrunnlag for inntekter og kostnader som oppstår ved bruk av derivater vil derfor ikke forstyrre ekte sikring. Eventuelle tap som følge av sikring ville bli tatt mot realiserte gevinster fra andre sikringstransaksjonerceller bli ført videre inntil sikringsaktiviteten resulterte i gevinster.

Ved å ha inntekter og kostnader fra derivate aktiviteter i et separat skattegrunnlag, ville det imidlertid umiddelbart begrense bruken av derivater for (1) overføringer av førskatt midler over en nasjonal grense eller (2) skatteplanlegging med skatteunndragelse som formål. Grunnen til dette er at (1) selskapet ville bygge opp fremførbare tap som aldri ville bli utnyttet (en svært dårlig strategi) og (2) de opprinnelige inntektene og kostnadene ville bli beskattet sammen med aktiviteten i utvinningsindustrien som om derivatene aldri hadde vært gått inn i mens motsatt side av handelen ville bli behandlet i det separate skattegrunnlaget og dermed ikke tiltrekke ytterligere beskatning.

#### Konklusjon

Det er mulig for land ensidig å separere bruk av derivater som et separat skattegrunnlag fra skattegrunnlaget på utvinningsinntekter. Dette betyr at gevinster beskattes basert på den generelle skattesatsen i landet, og tapene kan brukes mot dagens gevinst eller fremføres og tas mot fremtidige gevinster. På denne måten vil ikke selskaper som er nøytrale eller som venter gevinst på lang sikt bli skadet, og kan dermed fortsette å bruke derivater. Selskaper som akkumulerer tap i landet ville derimot finne at de ikke lenger har skattebeskyttelse for misbruk av derivater.

Policy forslaget som er foreslått over for å unngå derivatmisbruk fungerer veldig godt sammen med den land-for-land-rapportering som er foreslått av PWYP Norway.

---

## 10. FORSLAG TIL REGJERINGSPOSISJON

Markedssvikt er et begrep innenfor økonomisk teori der fordeling av varer og tjenester i et fritt marked ikke er effektivt innenfor sitt regelverk.

Markedssvikt er ofte forbundet med:

- Informasjon asymmetrier
- Ikke-konkurrerende markeder
- Prinsipal-agent problematikk
- eksternaliteter
- selskapene bruker informasjon for å redusere skattene
- markedet er ikke likvid nok
- agenten forfølger sine egne interesser og ikke oppdragsgivers
- prisene reflekterer ikke den fulle kostnaden eller fordelene ved å produsere (eller forbruke) et produkt eller en tjeneste.

Misbruk av derivater utgjør en markedssvikt i den forstand at de enkelte selskaperes jakt på ren egeninteresse fører til resultater som ikke er effektive, dvs. de kan forbedres ut fra et samfunnmessig ståsted. En slik forbedring er å fjerne muligheten for å bruke derivater for å overføre før-skattmidler ut av en rekke lands skattegrunnlag og dermed sørge for at selskapet oppfyller den sosiale kontrakten mellom landet og selskapet der landet har gitt selskapet tilgang til ressurser og der selskapet er ment å gi en del av sitt overskudd tilbake til landet i form av skatter for å sørge for infrastruktur og tjenester til selskapet, dets ansatte og befolkning forøvrig.

Den norske regjeringen har innført et normprissystem for å sikre at statens inntekter ikke blir påvirket av bruk av derivater i olje- og gassindustrien i Norge. Dette er imidlertid et administrativt tyngre system, og den alternative separasjonsmetoden er mindre avhengig av samspillet mellom offentlige institusjoner og utvinningselskapene. Seperasjonsmetoden er også den metoden som ligner mest på hvordan mange land har satt opp sine skattesystem og deres lovgivende system. Dette betyr at separasjonsmetoden kan integreres i mange lands skattesystem uten å lage en helt ny type lovgivning som det substitusjonsmetoden ville trenge.

Publish What You Pay foreslår separasjonsmetoden som den anbefalte metode for regjeringer å adressere derivatmisbruk i de berørte landene. Metoden kan implementeres ensidig, er i tråd med hvordan de fleste land har satt opp sine skattesystemer samt lovgivende systemer generelt og hindrer markedssvikt i form av derivatmisbruk, mens på samme tid ikke hindrer bruk av ekte sikring.

Publish What You Pay oppfordrer sterkt Norge og EU å arbeide for at land ensidig vedtar separasjonsmetoden, skiller ut derivater i et eget skattegrunnlag som et instrument for å unngå at land blir misbrukt av derivater som er basert på spekulasjoner, ikke sikring.

## VEDLEGG: TERMINOLOGI I PROFESJONS – OG LEGMANNSTERMER

Denne listen over definisjoner og generelle beskrivelser er kun ment bare å fange opp de mest grunnleggende definisjonene for at en leser skal kunne være tilstrekkelig informert om innholdet i denne rapporten. For derivatterminologi utover disse vilkårene må leseren konsultere annen faglitteratur.

NORSK	ENGELSK
Aksjederivater	Equity derivatives
Betingede krav	Contingent claims
Billion	Trillion
Børshandel	Exchange-traded markets
Fremtidige krav	Forward claims
Futures kontrakt (børshandlet)	Futures contract (børshandlet)
Handel over disk	Over-the-Counter market
Konvertible obligasjoner	Convertible bonds
Kredittderivater	Credit derivatives
Kredittopsjon	Credit option
Opsjon	Option
Renteswap	Interest rate swap
Sikring	Hedging
Terminkontrakt (OTC-handlet)	Forward contract

Term	Definisjon	Beskrivelse
<b>Vareterminkontrakt</b>	Terminkontrakt for å bytte en vare eller råvareindeks til en fast pris på et fremtidig tidspunkt.	
<b>Vareswap</b>	Kontrakt med én eller begge betalinger knyttet til utviklingen i en råvarepris eller en råvareindeks.	Det innebærer bytte av avkastningen på en råvare eller råvareindeks for en annen, og utvekslingen av en vare eller råvareindeks for en flytende eller fast rente

Term	Definition	Description
<b>Vareopsjon</b>	Kontrakt som gir rett til å levere eller motta en bestemt råvare eller råvareindeks til en avtalt pris på en gitt dato i fremtiden	
<b>Brutto markedsverdi</b>	Den oppsamlede markedsverdi når man oppsummerer positiv markedsverdi fra den ene siden av hver derivatkontrakt.	Brutto markedsverdi er beregnet ved å se bare på ensidig (positive) avvik mellom spot prisingen i markedet og prisingen i derivatkontrakter. Den andre siden av kontrakten vil reflektere negative avvik, og hvis sett på samlet vil motvirke hverandre.
<b>Sikring</b>	Bruken av derivater for å redusere eller beskytte mot risiko.	<p>En sikring er å gjøre en investering for å redusere risikoen for (negativ) prisbevegelse i en inntektsgenererende eiendel eller på et kostnadseffektivt element.</p> <p>Investorer bruker en sikringsstrategi når de er usikker på hva markedet vil gjøre.</p> <p>En perfekt sikring reduserer risikoen til ingenting (bortsett fra kostnadene for sikring).</p> <p>En naturlig sikring er der motsatte posisjoner oppveier (negative) prissvingninger uten å måtte kjøpe en posisjon i et verdipapir.</p> <p>En naturlig, perfekt hedge kan for eksempel være der et selskap har en langsiktig fordring i en valuta og en langsiktig gjeld i samme valuta av lik størrelse og begge har frist samtidig. Eventuelle bevegelser i valutakursen som negativt påvirker fordringen vil positivt påvirke gjeld og vice versa. Selskapet er 100 % beskyttet mot negative påvirkninger av endringer i valutakursen.</p>
<b>Pålydende verdi</b>	Nominelt beløp av en underliggende av derivat kontrakt	Påløpende verdi er beløpet som benyttes til å kalkulere betalinger for derivatet, for eksempel en i renteswap. Den totale pålydende verdi er verdien hvis man oppsummerer alle nominelle beløp for alle derivatkontrakter totalt.







---

Publish What You Pay Norway (PWYP Norway) is the Norwegian chapter of the international PWYP network. The network organise and mobilise over 650 organisations from over 50 countries. We advocate for standardised country by country reporting and increased transparency and financial integrity in the extractive industries. The secrecy surrounding trade with natural resources harms those the resources are managed on behalf of. 2/3 of the world's poorest people live in resource rich countries. It is urgent that citizens, government institutions, politicians, researchers, investors and other users of financial information get access to standardised valuable information so that societies interest can be upheld and governments and companies can be held to account. It is urgent that the economic potential generated from developing countries' trade with non-renewable and finite resources is translated into a sustainable development and common good. For more information, please see [www.pwyp.no](http://www.pwyp.no)

---

Publish What You Pay Norway  
Brugata 1  
0186 Oslo  
Norway

[post@publishwhatyoupay.no](mailto:post@publishwhatyoupay.no)  
[www.publishwhatyoupay.no](http://www.publishwhatyoupay.no)

ISBN 978-82-93212-02-7

© Publish What You Pay Norway 2011