

# HØJESTERETS DOM

## afsagt torsdag den 6. februar 2020

**Sag 153/2017**

(2. afdeling)

NTC Parent S.a.r.l.

(advokat Arne Møllin Ottosen)

mod

Skatteministeriet

(advokat Steffen Sværke)

I tidligere instans er afsagt dom af Østre Landsrets 13. afdeling den 20. juni 2017 (B-2912-15).

I pådømmelsen har deltaget fem dommere: Jon Stokholm, Poul Dahl Jensen, Michael Rekling, Hanne Schmidt og Jens Kruse Mikkelsen.

### **Påstande**

Parterne har gentaget deres påstande.

### **Syn og skøn**

Der har for Højesteret været afholdt syn og skøn, og der er af skønsmanden, obligationschef Alex Hauge Andersen, afgivet skønserklæringer af 31. januar 2019 og 6. maj 2019.

Af skønserklæringen af 31. januar 2019 fremgår bl.a.:

*”Spørgsmål 1: Skønsmanden anmodes om at vurdere og begrunde, om der pr. 31. december 2008 var et aktivt marked for erhvervsobligationer.*

*Ved besvarelsen anmodes skønsmanden om at redegøre for såkaldte "fire sales", dvs. situationen hvor visse investorer var tvunget til at sælge, selv om finansmarkedet frøs til.*

*Svar på spørgsmål 1:*

Hvorvidt der op til 31. december 2008 eksisterede et aktivt marked for erhvervsobligationer kan bedst undersøges ved at se på omsætningen af erhvervsobligationer på et relevant marked. Erhvervsobligationer handles stort set udelukkende som OTC (Over-The-Counter) produkter og ganske få erhvervsobligationer handles via et egentligt børsmarked. Derfor kan det i visse tilfælde være meget svært, at vurdere den reelle omsætning af erhvervsobligationer.

Da formålet med dette syn og skøn er at opnå en vurdering af den korrekte prisfastsættelse af NTCH's USD obligationer er det dog mest relevant at fokusere på USD markedet for erhvervsobligationer. USD markedet for erhvervsobligationer er kendetegnet ved at samtlige handler foretaget af investeringsbanker og brokere, der er medlem af FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), skal indrapporteres via TRACE (Trade Reporting And Compliance Engine). TRACE blev oprettet i 2002 og fra 2005 vurderes det at 99% af samtlige handler med USD erhvervsobligationer indrapporteres via TRACE.

Da NTCH's USD obligationer pr. 31. december 2008 havde en High Yield rating (B2 ved Moody's og B+ ved S&P og Fitch jf. bilag 101) fokuseres der på USD markedet for High Yield erhvervsobligationer (i bilag 102 er fremstillet en tabel med de forskellige rating kategorier). Dette marked falder ind under TRACE og det er dermed muligt at trække omsætningsstatistik for dette marked.

Bilag 103 viser den daglige omsætning på markedet for USD High Yield erhvervsobligationer i perioden 4. januar 2005 til 30. december 2011.

Bilag 104 viser den månedlige omsætning på markedet for USD High Yield erhvervsobligationer i perioden februar 2005 til december 2011 samt det 3 måneders glidende gennemsnit.

Det fremgår af bilag 104, at den månedlige omsætning i december 2008 lå på \$71.088 mio. Dette kan sammenholdes med en omsætning i december 2007 på \$65.539 mio. og en omsætning på \$86.775 mio. i december 2009. Samtidig viser det 3-måneders gennemsnit, at der var en relativ høj aktivitet på markedet for USD High Yield erhvervsobligationer i de 3 måneder op til 31. december 2008.

Det kan derfor konkluderes, at der i høj grad var et aktivt marked for USD erhvervsobligationer pr. 31. december 2008.

Til gengæld ændrede efterspørgslen efter likviditet sig markant efter Lehmans konkurs og den efterfølgende finanskrisen. Dette bevirkede at markedet for erhvervsobligationer ændrede karakter. Investeringsbankernes fokus på kapital medførte, at disse ikke længe ønskede at binde kapital i handelsbeholdninger af eksempelvis erhvervsobligationer. Investeringsbankerne gik fra at fungere som "market makers" til primært at fungere som "brokere" mellem sælgere og købere på markedet for erhvervsobligationer. Uden det "market making" på markedet for erhvervsobligationer steg transaktionstiden in-

den køber og sælgere blev matchet og likviditetspræmien på erhvervsobligationer steg markant. Samlet set bevirkede dette at markedet for erhvervsobligationer blev forandret og langt mindre likvidt i forhold til perioden op til finanskrisen.

Efterfølgende har yderligere regulering bevirket, at det er blevet meget dyrt for investeringsbankerne at agere som "market makers" på markedet for erhvervsobligationer, hvilket har bevirket at handelsbeholdningerne hos "market makers" også i dag ligger markant lavere end op til finanskrisen, jf. Bilag 105, som viser Primary Dealer Inventory of Corporate Bonds. Specielt faldet i 2008 og 2009 bør bemærkes. Det kan derfor også konkluderes, at markedet for USD High Yield erhvervsobligationer blev markant ændret af finanskrisen og at markedet efter finanskrisen ikke udviser samme likviditet som før finanskrisen.

Finanskrisen og udsigten til en global recession fik risikoaversionen til at stige markant. Dette medførte faldende kurser på risikoaktiver, herunder erhvervsobligationer.

Markedet for erhvervsobligationer var op til finanskrisen præget af en høj grad af gearing, hvor investering i erhvervsobligationer til en vis udstrækning skete for lånte midler. Flere investeringsbanker havde endog sammensat lånepakker, hvor investorer eks. kom med 20% egenkapital og bankerne herefter lånte investorer de resterende 80% (lånekapital) til investering i erhvervsobligationer. Eftersom at kurserne faldt på erhvervsobligationerne i efteråret 2008 forsvandt egenkapitalandelen og investorerne blev "stoppet ud" og simpelthen tvunget til at sælge erhvervsobligationerne til at dække den lånte kapital. Samtidig blev investeringsforeninger (Mutual Funds) i høj grad ramt af indløsninger af investeringsbeviser fra investorer der ønskede at frasælge eksponering mod erhvervsobligationer. Investeringsforeningerne blev derfor i stor stil tvunget til at sælge erhvervsobligationer for at imødekomme disse indløsninger.

Disse "påtvungne" salg af erhvervsobligationer ligger til grund for de såkaldte "fire sales" der foregik på markedet for erhvervsobligationer i efteråret 2008.

...

*Spørgsmål 3: Skønsmanden anmodes til at be- eller afkræfte, at denne relation også gør, at man kan beregne den effektive rente på obligationen ud fra præmier i CDS [Credit Default Swap] markedet som:*

*"Effektiv rente på NTCH obligation" = "Risikofri rente" + "Præmie på CDS skrevet på NTCH"*

*Svar på spørgsmål 3:*

Jeg vurderer ikke, at man kan beregne den effektive rente på erhvervsobligationer direkte ud fra præmier i CDS markedet. Derfor vurderer jeg heller ikke at man kan beregne den effektive rente på NTCH obligationen ud fra følgende relation:

*"Effektiv rente på NTCH obligation" = "Risikofri rente" + "Præmie på CDS skrevet på NTCH"*

Såfremt CDS markedet er efficient vil præmien på CDS kontrakten afspejle konkurs sandsynligheden for virksomheden. Udover denne konkurssandsynlighed vil investorer i

erhvervsobligationer også kræve en merpræmie (Excess Spread), primært til at dække likviditetsrisikoen samt informationsasymmetri på markedet for erhvervsobligationer.

Dette er illustreret i bilag 106. Her illustreres det, at den effektive rente på en erhvervsobligation udgøres af den risikofri rente på en statsobligation (her givet ved US statsobligation) samt et kreditspænd (Credit Risk). Kreditspændet kan yderligere opgøres i Default Risk (Issuer Risk) samt et Excess Spread (Market Risk).

Jeg vurderer derfor, at man i stedet skal opstille følgende relation:

”Effektiv rente på NTCH obligation” = ”Risikofri rente” + ”Default Risk” + ”Excess Spread”

...

*Spørgsmål 5: Såfremt skønsmanden bekræfter at CDS markedet på en relevant måde afspejler NTCH's kreditrisiko, bedes skønsmanden beregne en obligationskurs pr. 31. december 2008 ud fra CDS præmier.*

*Svar på spørgsmål 5:*

...

Den effektive rente på NTCH \$8,875% 2016 kan herefter anvendes til at beregne obligationskursen pr. 31. december 2008. Obligationskursen er beregnet ved hjælp af Bloomberg jf. bilag 118 til 68,24. Anvendes swapkurven i stedet for statskurven opnås en obligationskurs for NTCH \$8,875% 2016 på 67,125 ved et swap spread på 1448,2 (544,2 bp. + 904 bp.) jf. bilag 119

Den beregnede obligationskurs for NTCH \$8,875% 2016 på 68,24 pr. 31. december 2008 ligger dermed relativt tæt på den obligationskurs pr. 31. december 2008 hvormed NTCH \$8,875% 2016 indgik i obligationsindekset ICE BofAML US High Yield Index. NTCH \$8,875% 2016 indgik pr. 31. december 2008 i ICE BofAML US High Yield Index med en obligationskurs på 70,00 jf. bilag 120 øverst.

NTCH \$8,875% 2016 indgik pr. 31. december 2008 også i det globale indeks for erhvervsobligationer ICE BofAML Global High Yield Index. I dette indeks indgår også NTCH's EUR obligation EUR 8,25% (herefter benævnt NTCH €8,25% 2016). NTCH €8,25% 2016 indgik pr. 31. december 2008 i ICE BofAML Global High Yield Index med en obligationskurs på 66,00 jf. bilag 120 nederst.

Obligationskurserne anvendt i ICE BofAML US High Yield Index og ICE BofAML Global High Yield Index er indhentet ved hjælp af ”dealer quotes”, jf. bilag 121 og på daværende tidspunkt valideret af ”Evaluators” fra BofA Merrill Lynch.

Samlet set vurderer jeg, at en obligationskurs for NTCH \$8,875% 2016 på 68,24 er retvisende ud fra CDS præmier på NTCH samt de gældende markedsforhold på USD markedet for erhvervsobligationer.

*Spørgsmål 6: Skønsmanden anmodes om at give en begrundet redegørelse for, om det er antageligt, at investorer i USD obligationer ville være villige til at sælge til kurs 66 pr. 31. december 2008.*

*Ved besvarelsen bedes skønsmanden redegøre for, om det gør en forskel, om investorer (obligationsejeren) var tvunget til at sælge.*

*Svar på spørgsmål 6:*

Hvorvidt investorer i NTCH \$8,875% 2016 pr. 31. december 2008 har været villige til at sælge til kurs 66 vil bero på en vurdering omkring den korrekte markedskurs for NTCH \$8,875% 2016 pr. 31. december 2008. Såfremt markedskursen pr. 31. december 2008 er lig med eller højere end 66 ville en gennemsnitlig investor ikke sælge obligationerne. Modsat gælder, at såfremt markedskursen var lavere end 66 ville en gennemsnitlig investor sælge på kurs 66.

Under spørgsmål 5 er der estimeret en fair obligationskurs på kurs 68,24 ud fra CDS præmier samt de gældende markedsf forhold på USD markedet for erhvervsobligationer.

Til gengæld er det også oplagt at estimere en obligationskurs ud fra en relativ betragtning mellem NTCH's USD obligation (NTC H\$8,875% 2016) og NTCH's EUR obligation (NTCH €8,25% 2016). Obligationerne er placeret samme sted i kapitalstrukturen, har samme løbetid, samme call struktur og er dermed risikomæssigt et perfekt match. Det vil sige, at såfremt markedskursen er for høj NTCH \$8,875% 2016 og for lav for NTCH €8,25% 2016 vil investorer kunne lave arbitrage mellem de to obligationer ved at sælge NTCH \$8,875% 2016 og købe NTCH €8,25% 2016.

De to obligationer var dog i hver sin valuta, og man ville derfor skulle foretage en valuta swap for at sammenholde de to obligationer. Det er tidligere, under spørgsmål 4, slået fast, at der ved indgåelse af swap aftaler mod sikkerhedsstillelse (CSA aftaler) var en meget lille modpartsrisiko ved disse swaps pr. 31. december 2008.

Det er tidligere slået fast at likviditeten i NTCH €8,25% 2016 var langt bedre end NTCH \$8,875% 2016 og det vurderes at markedskursen for NTCH €8,25% 2016 lå på 66,00 pr. 31. december 2008.

Ved en markedskurs på 66,00 for NTCH €8,25% 2016 lå den effektive rente på obligationen på 16,38% jf. bilag 122.

Bloombergs swap manager er anvendt til beregningen af valutaswappen jf. bilag 123. Valutaswappen er beregnet uden omkostninger. En effektiv rente på 16,38% på NTCH €8,25% 2016 kan pr. 31. december 2008 swappes rundt til en effektiv USD rente på 15,59%. Det vil sige, at investorer i NTCH €8,25% 2016 kan swappe betalingerne i EUR til USD til en rente i USD svarende til 15,59% og det bliver dermed mulig at sammenholde renterne på tværs af valutaerne.

En effektiv rente på NTCH \$8,875% 2016 på 15,59% svarede pr. 31. december til en obligationskurs på 71,23 jf. bilag 124.

Dvs. at for en risikoneutral investor med hensigt til at holde obligationerne til udløb vil en kurs på NTCH €8,25% 2016 på 66,00 svare til en kurs på NTCH \$8,875% 2016 på 71,23.

Det er dog gjort gældende under såvel spørgsmål 2 og spørgsmål 3, at investorer vil forlange et højere kreditspænd, jo lavere likviditet i den pågældende obligation. Man kan derfor udlede, at markedskursen på NTCH \$8,875% 2016 pr. 31. december 2008 ville ligge lavere end 71,23.

For at vurdere, hvor meget mere investorer pr 31. december 2008 ville afkræve i kreditspænd i forhold til den lavere likviditet i NTCH \$8,875% 2016 relativ til på NTCH €8,25% 2016 vil det derfor være relevant at se på, hvorvidt investorer i NTCH \$8,875% 2016 historisk har krævet et højere kreditspænd for at investere i NTCH \$8,875% 2016 relativt til NTCH €8,25% 2016.

Den relative sammenhæng mellem kreditspændene på NTCH \$8,875% 2016 og NTCH €8,25% 2016 fremgår af bilag 125. Det fremgår dog også, at sammenhængen mellem de to obligationer er præget af meget få kurs observationer på NTCH \$8,875% 2016 jf. den hvide linje i den øverste graf i bilag 124. Den hvide linje stemmer i denne henseende også med den observerede Bloomberg BGN kurs på NTCH \$8,875% 2016 pr. 7. november 2008 på 85,00. Det fremgår dog også, at kursobservationerne på NTCH \$8,875% 2016 bliver langt hyppigere efter december 2009.

Fokuseres der på perioden fra december 2009 til obligationernes indfrielse i december 2010 fremgår det relative kreditspænd mellem NTCH \$8,875% 2016 og NTCH €8,25% 2016 i bilag 126. Heraf fremgår det, at investorer i gennemsnit har krævet et kreditspænd på NTCH \$8,875% 2016 der ligger ca. 90 bp. højere end på NTCH €8,25% 2016. Vi kan dermed konkludere, at investorer i perioden mellem december 2009 og december 2010 gennemsnitligt har krævet en merpræmie på 90 bp. for at være investeret i NTCH \$8,875% 2016 relativt til NTCH €8,25% 2016.

Antages denne sammenhæng også at være gældende pr. 31. december 2008 giver dette et kreditspænd på NTCH \$8,875% 2016 på 1448 bp. (En kurs på NTCH \$8,875% 2016 pr. 31. december 2008 på 71,23 giver et kreditspænd på 1358 bp. jf. bilag 124. En yderligere likviditetspræmie på 90 bp. giver et samlet kreditspænd på 1448 bp.). Samlet set vil dette give en markedskurs for NTCH \$8,875% 2016 på 68,25 jf. bilag 127.

Baseret på ovenstående estimeringer af den relative prisfastsættelse mellem NTCH \$8,875% 2016 og NTCH €8,25% 2016 vurderer jeg derfor, at markedskursen på NTCH \$8,875% 2016 pr. 31. december 2008 lå mellem 68,25 og 71,23.

Under spørgsmål 5 blev obligationskursen på NTCH \$8,875% 2016 udledt ud fra CDS priser til kurs 68,24, hvilket ligger meget tæt på kursen beregnet ovenfor under den relative prisfastsættelse.

De beregnede kurser ligger derfor meget tæt på den kurs, hvormed NTCH \$8,875% 2016 indgik i obligationsindekset ICE BofAML US High Yield Index pr. 31. december 2008. Denne kurs er, som beskrevet under spørgsmål 5, indhentet ved hjælp af "dealer quotes". Derfor vurderer jeg samlet set, at det bedste bud på en markedskurs for NTCH \$8,875% 2016 pr. 31. december 2008 lå på 70,00.

I bilag 128 vises de kurser, hvormed NTCH \$8,875% 2016 indgik i obligationsindekset ICE BofAML US High Yield Index i perioden 30. september 2008 til 31. marts 2009. Det fremgår også her, at NTCH \$8,875% 2016 pr. 7. november 2008 indgik i indekset

med kurs 85,00, hvilket harmonerer med de Bloomberg BGN kurser indhentet af Skat jf. bilag B, s. 12

Da den vurderede og estimerede markedskurs for NTCH \$8,875% 2016 pr. 31. december 2008 lå på 70,00 og dermed over kurs 66 vurderer jeg ikke, at en gennemsnitlig investor i NTCH \$8,875% 2016 vil sælge obligationerne på kurs 66.

Såfremt investorer (obligationsejere) imødegår ”stop loss”, som følge af låneinvestering eller indfrielse (ved Mutual Funds) vil investorer kunne være tvunget til at sælge obligationer lavere end den aktuelle markedskurs. Eksempelvis ved at investorer (obligationsejere) ikke har den fornødne tid til at afsøge markedet og dermed opnå den reelle markedskurs for obligationerne. Såfremt investorer (obligationsejere) i NTCH \$8,875% 2016 er professionelle investorer med en større portefølje af erhvervsobligationer vil disse dog højst sandsynligt forsøge at sælge de mest likvide dele af porteføljerne først, hvilket i givet fald er årsagen til at der ikke er foretaget handel med NTCH \$8,875% 2016 i perioden 1. oktober 2008 til 31. marts 2009.

*Spørgsmål IB: Syns- og skønsmanden anmodes om at vurdere og begrunde, hvorvidt der er grund til at mene, at NTCHs egen værdiansættelse [i en note i selskabets årsrapport for 2008] af NTCHs USD højrenteobligationer til kurs 66 skulle være forkert.*

*Svar på spørgsmål IB:*

...

Jeg vurderer derfor, at værdiansættelsen af NTCH's EUR højrenteobligationer (NTCH €8,25% 2016) pr. 31. december 2008 til kurs 66 er korrekt.

#### *Bloomberg BGN*

Bloomberg BGN kurser er relativt til Bloomberg BVAL en mere simpelt beregnet obligationskurs. Her anvender Bloomberg udelukkende ”market quotes” fra de tilgængelige investeringsbanker, der stiller kurser i den pågældende obligation. Bloomberg sorterer de markante ”outliers” fra samt de obligationskurser der ikke er opdaterede (”stale quotes”). Herefter beregnes et simpelt gennemsnit. BGN kurser er dermed afhængige af at der er et minimum af prisstillere på den givne obligation idet Bloomberg kræver et vist antal for at kunne beregne gennemsnittet. Der kræves som minimum 3 prisstillere for at beregne en Bloomberg BGN kurs jf. bilag 52.

Den seneste BGN kurs på NTCH \$8,875% 2016 op til 31. december 2008 foreligger den 7. november 2008 jf. bilag B, s. 12 på kurs 85. Det angiver, at der pr. 7. november 2008 har været mindst 3 eller flere prisstillere i NTCH \$8,875% 2016. Pr. 31. december 2008 foreligger der dog ikke en BGN kurs, hvilket viser, at der som minimum ikke har været det fornødne antal prisstillere til at beregne en BGN kurs.

BGN kursen på NTCH \$8,875% 2016 pr. 7. november 2008 harmonerer dog med den kurs, hvormed NTCH \$8,875% 2016 indgik i obligationsindekset ICE BofAML US High Yield Index jf. også bilag 128. Dette indikerer, at de ”dealer quotes” der ligger til grund for ICE BofAML US High Yield Index også modsvarer BGN kurserne for NTCH \$8,875% 2016. Dette bestyrker min vurdering af at markedskursen på NTCH \$8,875% 2016 pr. 31. december 2008 lå på 70.

Jeg vurderer derfor, at NTCH's værdiansættelse af NTCH's USD højrenteobligationer til kurs 66 pr. 31. december 2008 er for lav, både relativt til værdiansættelsen af NTCH €8,25% 2016 og i forhold til de "dealer quotes" der ligger til grund for kursfastsættelsen af NTCH \$8,875% 2016 i ICE BofAML US High Yield Index.

Jeg vurderer samlet set af NTCH i stedet burde have værdiansat USD højrenteobligationer til kurs 70 pr 31. december 2008 jf. også argumentationen i under spørgsmål 6.

*Spørgsmål IC: Syns- og skønsmanden anmodes om at vurdere og begrunde, hvorvidt der er grund til at mene, at den effektive rente på NTCHs USD højrenteobligationer skulle være anderledes end markedsrenten for erhvervsobligationer med samme rating og samme tilbageværende løbetid som NTCHs USD højrenteobligationer pr. 31. december 2008.*

*Svar på spørgsmål IC:*

...

Jeg vurderer samlet set, at en markedskurs pr. 31. december 2008 på NTCH \$8,875% 2016 på kurs 70 ligger på linje med sammenlignelige obligationer med tilsvarende ratings og indenfor samme sektor."

Af skønserklæringen af 6. maj 2019 fremgår bl.a.:

*"Spørgsmål SS 3:*

*Såfremt skønsmanden er enig i udsagnene i spørgsmål SS 1, bedes skønsmanden med udgangspunkt deri komme med et opdateret skøn af obligationsprisen beregnet ud fra CDS priser med udgangspunkt i, at CDS præmien indeholder både "default risk" og "excess spread".*

*Svar på spørgsmål SS 3:*

...

Den effektive rente på NTCH \$8,875% 2016 kan herefter anvendes til at beregne obligationskursen pr. 31. december 2008. Obligationkursen er beregnet ved hjælp af Bloomberg jf. bilag 138 til 107,917. Anvendes swapkurven i stedet for statskurven opnås en obligationskurs for NTCH \$8,875% 2016 på 105,859 ved et swap spread på 544,2 bp. jf. bilag 139

Det er dog vigtigt at understrege, at ovenstående estimat for obligationskursen, under antagelse om fraværet af likviditetsrisikoen på erhvervsobligationer, ikke er et udtryk for min vurdering af den korrekte prisfastsættelse af USD obligationerne pr. 31. december 2008 henset til markedsforholdene jf. formålet med dette syn og skøn.

...

Såfremt det antages, at likviditetspræmien på NTCH €8,25% 2016 pr. 31. december 2008 også er gældende for NTCH \$8,875% 2016 fås en effektiv swaprente på NTCH \$8,875% 2016 på 1353,8 bp. En swaprente på 1353,8 bp. svarer til en kurs på 70,19 jf. bilag 141.



...

*Spørgsmål SS 4:*

*Skønsmanden bedes be- eller afkræfte, at det er mere sandsynligt, at kreditspændet på NTCH's erhvervsobligationer indeholder en "fire sales discount", end at NTCH's CDS præmie gør. Skønsmanden anmodes om at begrunde sin besvarelse.*

*Svar på spørgsmål SS 4:*

Redegørelsen for "fire sales" er beskrevet under svaret til spørgsmål 1 i skønsrapporten. Hvorvidt investorer i NTCH's erhvervsobligationer har været "påtvunget" at sælge NTCH €8,25% 2016 er uvist. Det er derfor uvist om kreditspændet på specifikt NTCH's erhvervsobligationer indeholder en decideret "fire sale discount".

Det er dog klart, at NTCH's obligationsudstedelser, ligesom resten af markedet for erhvervsobligationer, var påvirket af, at likviditetspræmien for erhvervsobligationer i efteråret 2008 lå på et rekordhøjt niveau.

...

Jeg vurderer derfor fortsat, at konklusionen i besvarelsen af spørgsmål IC i skønsrapporten er korrekt. Her fra citeres:

*"Jeg vurderer samlet set, at en markedskurs pr. 31. december 2008 på NTCH \$8,875% 2016 på kurs 70 ligger på linje med sammenlignelige obligationer med tilsvarende ratings og indenfor samme sektor."*

## **Anbringender**

NTC Parent S.a.r.l. har anført navnlig, at SKATs skønmæssige ansættelse af kursen på NTC's USD 8,875 % virksomhedsobligationer til beregnet dagsværdi (kurs 66) er uegnet som udtryk for obligationernes markedsværdi efter lagerprincippet i den dagældende kursgevinstlovs § 25, stk. 2, jf. § 33.

Det bestrides, at SKAT var berettiget til at skønne gældens værdi ved opgørelsen af NTC's skattepligtige indkomst i 2008. Såfremt SKAT var berettiget til at foretage dette skøn, bestrides det, at SKAT var berettiget til at erstatte den pr. 31. december 2008 selvangivne kursværdi på 100,25 konstateret i et likvidt obligationsmarked ultimo 2007 med en kurs på 66, der er beregnet ultimo 2008 i et illikvidt obligationsmarked.

Kursgevinstloven og forarbejderne anviser ikke, hvordan handelsværdien findes ved brug af lagerprincippet i en situation som i 2008, hvor der ikke var et velfungerende marked, og hvor der som konsekvens heraf ikke skete en effektiv prisdannelse. I 2006 og 2007 anvendte NTC

OTC-kurser (Over-the-counter-kurser, dvs. kursen for obligationer handlet uden om børsen) pr. statusdag skattemæssigt. I 2008 anvendte NTC for USD-virksomhedsobligationerne den senest noterede børskurs af 20. december 2007 (kurs 100,25). For den skattemæssige opgørelse af NTC's EUR-virksomhedsobligationer burde NTC også pr. 31. december 2008 have anvendt kurser konstateret i et likvidt obligationsmarked i stedet for børskurser fra december 2008.

NTC skal ikke godtgøre, at SKATs skøn er udøvet på et forkert eller mangelfuldt grundlag eller er åbenbart urimeligt. Den bevisnorm, som Skatteministeriet påberåber sig, vedrører typisk skatteretlige skøn i forbindelse med manglende dokumentation. Selv om NTC ikke kan pålægges bevisbyrden, har NTC gennem syn og skøn ført bevis for, at det påståede kurstab kan henføres til illikviditet i obligationsmarkedet ultimo 2008, og at kurserne i et likvidt obligationsmarked overstiger NTC's selvangivne kurs på 100,25.

Ifølge skønsmanden (i svaret på spørgsmål SS 3) havde obligationerne således en "fair value" på kurs 105,859-107,917, såfremt kursen på obligationerne ikke var påvirket af den ekstraordinære markedssituation med rekordhøj likviditetspræmie ultimo 2008. Den selvangivne værdi understøttes også af, at USD-obligationerne i 2007-2010 havde en primo/ultimo-kurs over 100, når der ses bort fra perioden ultimo 2008, og at en før-indfrielse af gælden i USD i henhold til obligationsvilkårene pr. 31. december 2008 skulle ske til kurs 108,875. Hertil kommer, at lånet i USD faktisk blev indfriet den 27. december 2010 til kurs 107,183. Gælden er endvidere regnskabsmæssigt optaget til amortiseret kostpris svarende til 3.124.557.900 kr., og gælden er selvangivet til kurs 100,25 svarende til 3.178.867.350 kr.

Ingen ejere af NTC's virksomhedsobligationer udstedt i USD var konkret tvunget til at sælge ud af deres obligationsbeholdning i perioden omkring 31. december 2008, og NTC har ikke kunnet konstatere en eneste handel med disse obligationer i 2008. Konsekvensen af SKATs skøn er, at NTC på grund af pengemarkedets kortvarige, historiske sammenbrud pludselig havde reduceret sin gæld med milliarder. Under de foreliggende omstændigheder er de beregnede kurser imidlertid ikke udtryk for gældens reelle værdi ultimo 2008, som derfor må findes på anden vis. Da der ikke var et almindeligt likvidt obligationsmarked ultimo 2008, er det afgørende for vurderingen i denne sag, hvilken værdi obligationerne må skønnes at have haft for NTC.

Skønsmanden vurderer som nævnt (i svaret på spørgsmål SS 3), at NTC's obligationer udstedt i USD har en værdi ultimo 2008 mellem kurs 105,859 og 107,917 i et friktionsfrit (likvidt) marked. Dette estimat for værdiansættelse under antagelse af fravær af likviditetsrisiko på obligationer er ikke udtryk for skønsmandens vurdering af den korrekte prisfastsættelse af USD-obligationerne pr. 31. december 2008 "henset til markedsforholdene". Skønsmanden lægger (i svaret på spørgsmål 3) navnlig til grund, at investorer ud over en præmie for risikoen for konkurs også ville kræve en merpræmie til at dække bl.a. likviditetsrisikoen på markedet. Det er på den baggrund skønsmandens vurdering, at det skal afspejles i værdien af obligationerne, at der ikke var et effektivt obligationsmarked ultimo 2008. Skønsmanden har (i svaret på spørgsmål SS IA) samtidig bekræftet, at der forinden finanskrisen faktisk var et stort set friktionsfrit marked. Det er derfor uklart, på hvilket grundlag Skatteministeriet bestrider, at forskellen mellem en beregnet dagsværdi på kurs 66 og den af skønsmanden skønnede kurs i et friktionsfrit marked er udtryk for en likviditetspræmie for de særlige markedsforhold.

Da der ved udgangen af 2008 ikke var et velfungerende marked for virksomhedsobligationer, ville ejere af sådanne obligationer ikke sælge obligationerne. Der skal derfor ses bort fra likviditetsrisikoen ved værdiansættelsen af obligationerne pr. 31. december 2008. Der forelå en force majeure lignende situation på finansmarkedet, og SKATs skøn kan derfor ikke anvendes til at beregne kursgevinsten.

Hvis man ved brug af andre metoder end skønsmandens beregner den teoretiske kurs på en obligation, får man ligeledes en kurs, der afspejler sammenbruddet i pengemarkedet ultimo 2008 i form af en rekordhøj illikviditetspræmie.

SKATs anvendelse af dagsværdien af USD-obligationerne svarer til dagsværdien, som alene er oplyst i en note i NTC's årsrapport for 2008. Oplysningen i noten kan ikke tillægges betydning i skattemæssig henseende. NTC's årsrapport vedrørende 2008 er aflagt efter dagældende International Financial Reporting Standards (IFRS), og obligationerne er indregnet til amortiseret kostpris. I henhold til IFRS skal der i regnskabets noter oplyses om dagsværdien af alle finansielle instrumenter. Et tilsvarende notekrav findes ikke i de danske regnskabsregler, og det bør ikke tillægges bevismæssig vægt, at NTC i noten har oplyst dagsværdien.

Skatteministeriet har anført navnlig, at SKAT var berettiget til skønsmæssigt at fastsætte værdien af gælden i henhold til NTC's USD 8,875 % virksomhedsobligationer for indkomståret 2008, og at der ikke er grundlag for at tilsidesætte SKATs afgørelse om, at obligationernes markedsværdi pr. 31. december 2008 skal opgøres på grundlag af kurs 66.

I 2008 havde NTC tilladelse til at anvende lagerprincippet ved opgørelse af gevinst og tab på børsnoterede obligationer, jf. den dagældende kursgevinstlovs § 25, stk. 2, jf. § 33, stk. 1. Når lagerprincippet vælges, skal ikke realiserede værdistigninger og tab medtages ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst i det enkelte indkomstår. Dette gælder uanset årsagen til tabet eller gevinsten. Af forarbejderne til kursgevinstlovens § 25, stk. 2, fremgår, at lagerprincippet kan anvendes ved børsnoterede værdipapirer, fordi værdierne "kan opgøres med stor nøjagtighed". Forarbejderne er udtryk for, at børskursen normalt udgør et retvisende grundlag for at opgøre markedsværdien. Dette bevirker dog ikke, at skatteyderen kan vælge en ældre kurs i en situation, hvor værdien af det børsnoterede papir er præget af stor usikkerhed. Børskursen fraviges, hvis kursen ikke er et retvisende udtryk for værdipapirets værdi i markedet, f.eks. fordi der efter den senest noterede børskurs er indtrådt generelle ændringer i markedet, jf. også UfR 2011.839 H og UfR 2016.3756 H.

En række omstændigheder viser, at børskursen den 20. december 2007 for NTC's USD-virksomhedsobligationer ikke udgør markedsværdien pr. 31. december 2008. Finanskrisen havde i den mellemliggende periode medført voldsomme rentestigninger på virksomhedsobligationer og dermed voldsomme kursfald. NTC har i den forbindelse ikke godtgjort, hvorfor selskabets virksomhedsobligationer udstedt i USD skulle have bevaret sin værdi i løbet af 2008, når selskabets to parallelle EUR-virksomhedslån i samme periode faldt til under to tredjedele af den kurs, de havde pr. 31. december 2007. NTC's obligationer udstedt i EUR havde den 10. december 2008 børskurser på henholdsvis 65,00 og 67,75. NTC opgav endvidere i sin årsrapport for 2008 en regnskabsmæssig kurs på 66 for obligationerne udstedt i USD, mens den skattemæssige kurs for samme obligationer blev opgjort til 100,25. Der er ikke grundlag for at mene, at der skattemæssigt og regnskabsmæssigt skal være forskel på kursen og slet ikke så markant en forskel. Endelig har skønsmanden (i svarene på spørgsmål 5, 6 og IC) via forskellige metoder opgjort værdien af NTC's obligationer til en beregnet kurs mellem 67,125 og 71,23. SKATs skøn svarer til NTC's regnskabsmæssige kurs på 66, og skønserklæringen bestyrker dermed, at SKATs skøn er rigtigt. Dette understøttes også af, at renten for både

virksomhedsobligationer i EUR og USD steg drastisk fra den 20. december 2007 til den 31. december 2008.

Det har ingen betydning, om NTC pr. 31. december 2008 kunne realisere en kursgevinst eller ej. Når lagerprincippet anvendes, er markedsværdien pr. 31. december 2008 afgørende. NTC har endvidere ikke dokumenteret, at gevinsten ikke kunne realiseres. Et illikvidt marked er ikke ensbetydende med, at der ikke var et aktivt marked. Skønsmanden har (i svaret på spørgsmål 1) konkluderet, at der pr. 31. december 2008 var et aktivt marked for USD-virksomhedsobligationer. Den månedlige omsætning for USD-virksomhedsobligationer i december 2008 var endvidere højere end i december 2007.

NTC's subsidiære anbringende om force majeure bestrides. Det er velkendt, at de særlige forhold på de finansielle markeder i efteråret 2008 skabte likviditetsknaphed, som medførte bl.a., at kursen på eksisterende gæld faldt. Kursgevinstlovens almindelige princip om, at virksomhedsobligationer skal værdiansættes til markedsværdien, skal imidlertid ikke fraviges af den grund.

Samlet set har skattemyndighederne været berettiget til at fastsætte værdien af NTC's gæld i henhold til virksomhedsobligationerne skønsmæssigt. NTC har ikke løftet bevisbyrden for, at skattemyndighedernes skøn hviler på et forkert eller mangelfuldt grundlag eller fører til et åbenbart urimeligt resultat. Dette gælder, allerede fordi skattemyndighederne ved skønnet over obligationernes markedsværdi har anvendt NTC's egen vurdering af obligationernes værdi i selskabets årsrapport, og fordi skønsmandens skøn ligger ganske tæt på denne værdi, jf. bl.a. svaret på spørgsmål 6.

## **Højesterets begrundelse og resultat**

### *Sagens problemstilling*

Sagen angår i første række, om den skattemæssige værdiansættelse efter lagerprincippet i kursgevinstloven pr. 31. december 2008 af gæld, der påhvilede Nordic Telephone Company Holding ApS, nu NTC Parent S.a.r.l. (NTC), i henhold til børsnoterede USD-virksomhedsobligationer, som NTC udstedte i 2006, skal ske på grundlag af børskursen den 20. december 2007, eller om SKAT var berettiget til at fastsætte kursen skønsmæssigt. Hvis SKAT var

berettiget hertil, er spørgsmålet, om der er grundlag for at tilsidesætte det skøn, som SKAT har foretaget.

### *Kursgevinstloven*

Kursgevinstloven omfatter bl.a. gevinst og tab ved afståelse eller indfrielse af pengefordringer, herunder obligationer, jf. lovens § 1, stk. 1, nr. 1. Det fremgår af forarbejderne til bestemmelsen (Folketingstidende 1996-97, tillæg A, lovforslag nr. L 194, s. 4071), at loven omfatter såvel gevinst og tab, der opstår hos kreditor (fordringshaver, långiver), som gevinst og tab, der opstår for en debitor (skyldner, låntager). Endvidere fremgår det, at loven gælder for alle kursgevinster og kurstab på fordringer og gæld, og at den skattemæssige behandling af gevinsten eller tabet ikke er afhængig af årsagen til gevinsten eller tabet.

Efter kursgevinstlovens § 25, stk. 1, skal gevinst og tab på gæld, der skal medregnes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst, som udgangspunkt medregnes i det indkomstår, hvori tabet eller gevinsten realiseres (realisationsprincippet). Ifølge den dagældende bestemmelse i § 25, stk. 2, kan den skattepligtige ved opgørelsen af gevinst og tab på bl.a. børsnoterede obligationer i stedet vælge at anvende lagerprincippet i lovens § 33, stk. 1. Når lagerprincippet er valgt, kan denne opgørelsesmåde kun ændres med tilladelse fra skattemyndighederne. Efter lovens § 33, stk. 1, opgøres gevinst eller tab som forskellen mellem værdien ved indkomstårets udløb og værdien ved indkomstårets begyndelse (lagerprincippet). Ifølge forarbejderne til den dagældende § 25, stk. 2 (Folketingstidende 1996-97, tillæg A, lovforslag nr. L 194, s. 4100) er baggrunden for, at alene gevinst og tab på obligationer, der er børsnoteret, er omfattet af adgangen til at anvende lagerprincippet, at værdiansættelsen og kursændringerne her kan opgøres med stor nøjagtighed.

Det må med hensyn til børsnoterede obligationer lægges til grund, at adgangen til at anvende lagerprincippet ved opgørelsen af gevinst og tab bygger på den forudsætning, at børskursen som udgangspunkt er udtryk for obligationernes markedsværdi.

Højesteret finder imidlertid, at der ikke efter kursgevinstloven eller dens forarbejder er grundlag for at antage, at børskursen skal anvendes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst i tilfælde, hvor der foreligger sådanne særlige omstændigheder, at børskursen ikke kan anses for et retvisende udtryk for obligationernes markedsværdi.

*Den konkrete sag*

NTC havde siden 2006 anvendt lagerprincippet, jf. kursgevinstlovens dagældende § 25, stk. 2, og § 33, stk. 1, og skulle derfor ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst for indkomståret 2008 medtage ikke realiseret gevinst og tab på selskabets gæld i henhold til de børsnoterede virksomhedsobligationer. Ved fastsættelsen af værdien af gælden pr. 31. december 2008 må der som anført ovenfor tages udgangspunkt i obligationernes børskurs, medmindre denne kurs på grund af særlige omstændigheder ikke kan anses for et retvisende udtryk for markedsværdien på det pågældende tidspunkt.

NTC har værdiansat obligationerne i USD pr. 31. december 2008 på grundlag af den senest noterede børskurs på 100,25, som er fra den 20. december 2007, idet obligationerne ikke blev handlet på børsen i 2008.

Som anført af landsretten lå den senest noterede børskurs således mere end et år forud for den 31. december 2008, der er det afgørende tidspunkt for skatteberegningen, og der var i perioden siden denne seneste børskurs som følge af finanskrisen indtrådt en række markante ændringer i markedet, hvilket bl.a. medførte rentestigning og kursfald på virksomhedsobligationer. Hertil kommer, at børskursen på to lignende typer af virksomhedsobligationer i EUR, der også var udstedt af NTC i 2006, i samme periode var faldet betydeligt. Børskurserne på disse to obligationer var således faldet med ca. en tredjedel, idet de ved udgangen af 2007 var henholdsvis 101,37 og 102,28 og i december 2008 var henholdsvis 65 og 67,75. Det for Højesteret gennemførte syn og skøn har i øvrigt bestyrket, at kursen på både virksomhedsobligationerne i EUR og kursen på virksomhedsobligationerne i USD var faldet betydeligt.

Højesteret finder derfor, at børskursen pr. 20. december 2007 ikke kan anses for et retvisende udtryk for markedsværdien af NTC's gæld i henhold til virksomhedsobligationerne i USD pr. 31. december 2008, og tiltræder, at der forelå sådanne særlige omstændigheder, at værdiansættelsen af gælden skal ske på andet grundlag.

Skattemyndighederne har ved den skønsmæssige fastsættelse af værdien af NTC's gæld i henhold til USD-obligationerne pr. 31. december 2008 værdiansat obligationerne til kurs 66.

Som anført af landsretten svarer denne værdiansættelse til NTC's egne oplysninger om obligationernes dagsværdi pr. 31. december 2008 i en note til selskabets årsrapport for 2008.

Der er for Højesteret som nævnt gennemført syn og skøn med henblik på prisfastsættelse af gælden i henhold til obligationerne pr. 31. december 2008 henset til markedsforholdene. Som det fremgår af skønsmandens besvarelse af spørgsmål 5, 6, IB, IC, SS 3 og SS 4, vurderer skønsmanden, at markedskursen på USD-virksomhedsobligationerne pr. 31. december 2008 lå mellem 68,25 og 71,23, og at det bedste bud på en markedskurs er 70, der ligger på linje med sammenlignelige obligationer med tilsvarende ratings og inden for samme sektor.

Da børskurserne på NTC's obligationer i EUR var faldet med ca. en tredjedel, må det derfor antages, at der var et lignende fald i værdien af de sammenlignelige USD-obligationer. På denne baggrund, og da skattemyndighedernes skønsmæssigt fastsatte værdi af USD-obligationerne ikke afviger væsentligt fra skønsmandens vurdering af markedsværdien, finder Højesteret, at der ikke er grundlag for at antage, at skattemyndighedernes skøn hviler på et forkert eller mangelfuldt grundlag, eller at skønnet har ført til et åbenbart urimeligt resultat. Det bemærkes herved også, at Højesteret ikke finder grundlag for at korrigere den kurs, som skattemyndighederne har fastsat, ud fra en antagelse om fravær af likviditetsrisiko som følge af, at markedet for handlen med virksomhedsobligationer ikke var velfungerende ultimo 2008, jf. skønsmandens besvarelse af spørgsmål SS 3.

Der er herefter ikke grundlag for at tilsidesætte skattemyndighedernes skønsmæssige ansættelse af den skattemæssige værdi af gælden i henhold til virksomhedsobligationerne i USD pr. 31. december 2008 til kurs 66.

Det, som NTC i øvrigt har anført for Højesteret, kan ikke føre til et andet resultat.

#### *Konklusion og sagsomkostninger*

Højesteret stadfæster dommen.

Sagsomkostninger er fastsat til dækning af advokatudgift for Højesteret med 2,5 mio. kr. og af Skatteministeriets udgifter til syn og skøn, 68.400 kr., i alt 2.568.400 kr.



**Thi kendes for ret:**

Landsrettens dom stadfæstes.

I sagsomkostninger for Højesteret skal NTC Parent S.a.r.l. betale 2.568.400 kr. til Skatteministeriet.

De idømte sagsomkostningsbeløb skal betales inden 14 dage efter denne højesteretsdoms afgørelse og forrentes efter rentelovens § 8 a.