

Finansdepartementet  
Postboks 8008 Dep  
0030 Oslo

Oslo 14 april 2023

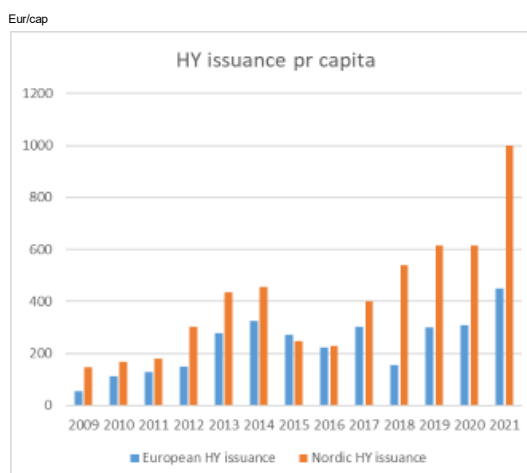
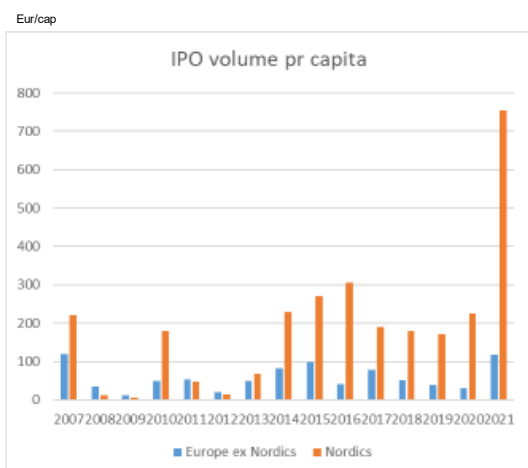
## Høring NOU 2022:20 Et helhetlig skattesystem

VPFF oppfatter ikke at Torvik-utvalgets flertall går tilstrekkelig langt i å innrette skattesystemet slik at vi bevarer de norske kapitalmiljøene og deres aktive gründer-eiere i Norge. VPFF oppfatter også at flertallet i Torvik-utvalget tar feil i vesentlige forutsetninger rundt hvordan kapitalmarkedet fungerer.

En fortsatt utflytting av norske kapitaleiere vil kunne ha svært negative konsekvenser på sikt. Vi vil i denne høringen peke på en del sammenhenger som vil understøtte denne oppfatningen.

Det norske kapitalmarkedet er svært velfungerende i internasjonal målestokk. Statistikk viser at vi reiser tre-til fire ganger så mye risikokapital til næringslivet i Norge i forhold til Europa, inkludert UK, justert for størrelsen befolkningen i området.

## The Nordic capital markets furnish the corporate sector with risk capital



Source: PWC IPO Watch Europe, AFME, NSDA

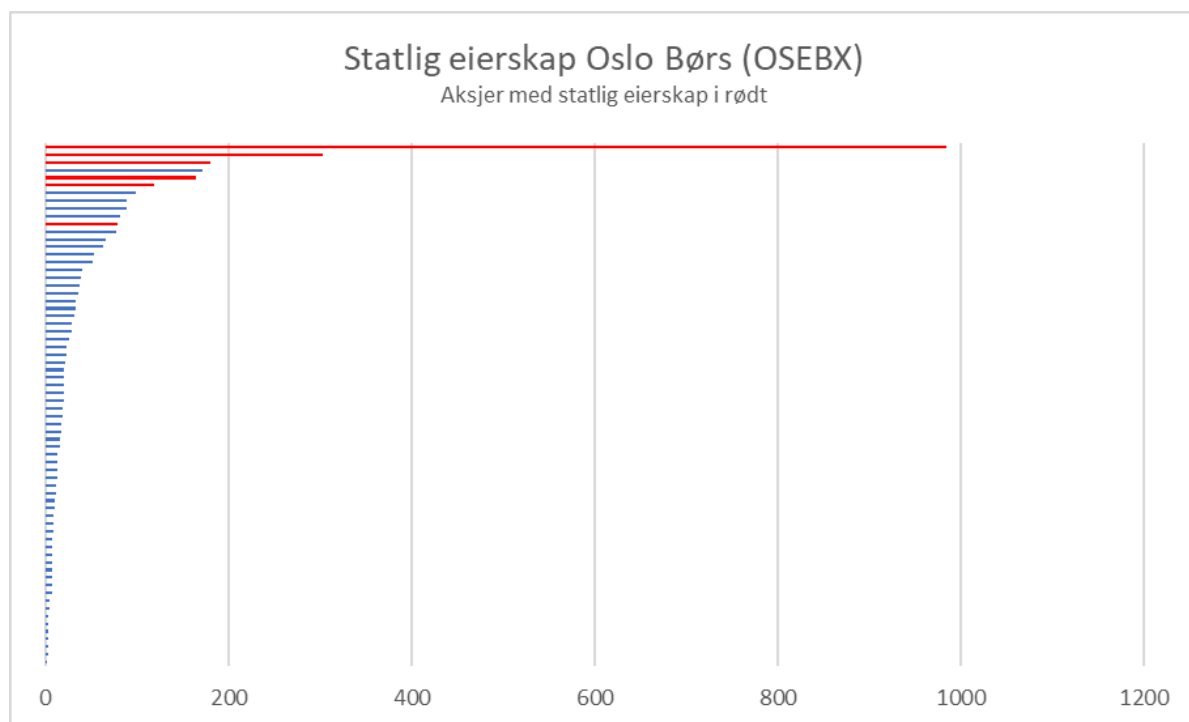
5



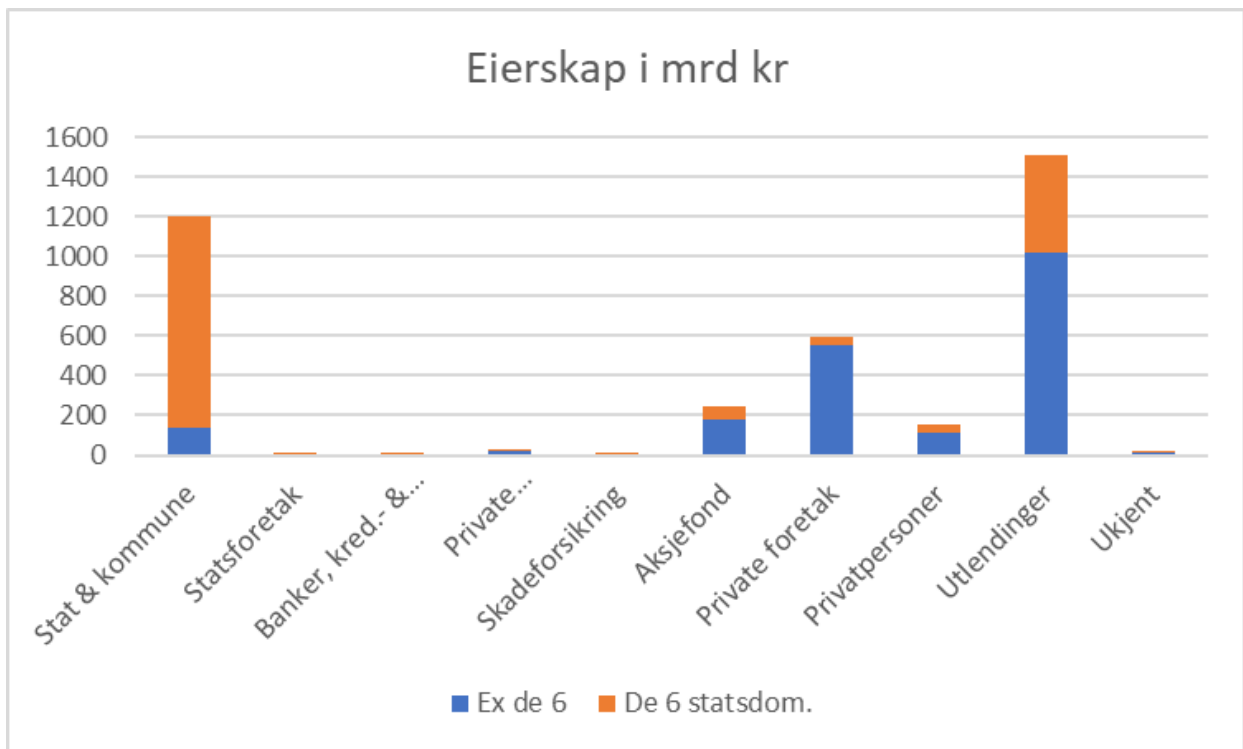
Tilførsel av risikokapital til næringslivet, som illustrert i grafen over ved innhentet kapital ved børsintroduksjoner (IPO) og ved utstedelse av obligasjoner med høyere risiko (HY), er fundamentalt

viktig for bedriftenes evne til å vokse og å ta de nødvendige grepene for å sikre omstilling og videre lønnsom drift. Næringslivet i en markedsøkonomi er nødvendigvis utsatt for konkurranse og stadige endringer i teknologi og kundeadferd, hvilket fører til at foretak tidvis går konkurs. Investorer som kjøper aksjer eller obligasjoner tar derved på seg risikoen for å tape hele innsatsen.

Innhenting av risikokapital til næringslivet følger derimot ikke eierfordelingen på Oslo Børs. Staten er en stor eier på Børsen i Norge, men dette eierskapet er konsentrert i 6 meget store aksjer der eierandelen i tillegg er betydelig. Disse delvis statseide selskapene, Equinor, DNB, Telenor, Yara, Hydro og Kongsberggruppen trenger svært sjelden ekstra påfyll av kapital, dette er tvert imot børsens utbyttmaskiner som har kapitaloverskudd. Resten av de børsnoterte selskapene som da teller om lag 494 aksjer må derfor hente kapitalen de trenger fra 'markedet' utenom Staten.



'Markedet' er da alle investorer utenom Staten. Her er det internasjonale eierskapet på Oslo Børs betydelig. Hovedlisten av selskaper på Oslo Børs har en samlet verdi på om lag 3.700 mrd kr. Som det framgår av grafen på neste side, er det 3 hovedgrupper investorer på børsen; Internasjonale, Norske AS/Private og Norske Aksjefond. Størrelsesmessig, utenom verdiene i de 6 statsdominerte, fordeles eierskapet da med ca 1.000 mrd hos internasjonale eiere, 700 mrd kr hos norske private eiere og 180 mrd kr hos norske aksjefond.



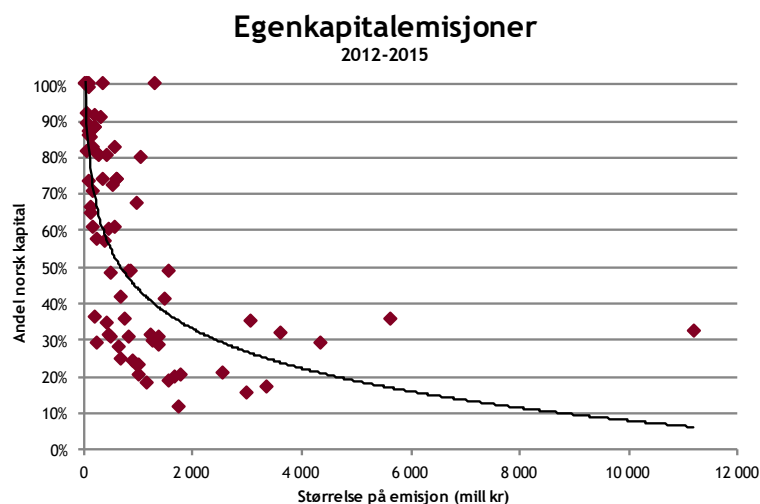
Verdipapirforetakene i VPF er daglig i dialog med bedriftsledere og eiere, og diskuterer kapitalinnhentinger og/eller restrukturering. Våre medlemsforetak vet hvem det er som investerer i hvilke foretak i Norge til hvilken tid, og basert på vår erfaring fra kapitalinnhentinger er det en kraftig og naturlig home-bias blant investorer.

Når Torvik-utvalget gjentar at 'kapitaltilgangen til norsk næringsliv er god' er dette en beskrivelse vi kjenner oss igjen i, men denne tilgangen til risikokapital, spesielt til underskogen av middels store bedrifter, er drevet av de hjemlige, norske kapitalmiljøene.

Torvik-utvalgets flertall anfører: *Det er gjerne to argumenter som anføres for at det potensielle effektivitetstapet som eksistensen av dette insentivet har, bør tillegges mindre vekt: For det første vil et velfungerende internasjonalt kapitalmarked innebære at kapitaleieres bosted er irrelevant for beslutningen om å investere i Norge eller i utlandet, og slik sett ikke behøver å påvirke kapitaltilgangen i Norge. For det andre antas det at kapitaleiere, i motsetning til selskapene de er i investert i, er atskillig mindre mobile. Disse medlemmene viser til at eksistensen av «home bias», som innebærer at investorer har en preferanse for å investere i eget hjemland, vil gjøre at kapitaltilgangen i Norge svekkes dersom kapitaleiere velger å flytte ut. Eksistensen av «home bias» er et empirisk spørsmål som er vanskelig å adressere, og utvalget har vist til studier som indikerer at det er lite «home bias» i Norge. (s 277)*

Tegningslistene i emisjoner i Børsmarkedet (se graf på neste side) viser at det i kapitalinnhentinger under 500 millioner kroner, som er et moderat beløp på Børsen, men stort for næringslivet som helhet, så er det nesten bare norske investorer som bidrar. Det er først når størrelsen på emisjonene blir betydelig at de internasjonale pengene kommer.

# Tilgangen til norsk kapital for mindre foretak er helt avgjørende



De internasjonale investorene er mangeartede, men de institusjonelle forvalterne i utlandet som er investerte i norske børsnoterte foretak, er store forvaltere med betydelige beløp under forvaltning. For at en investering skal være interessant for dem fra deres ståsted, må det være mulig å engasjere et større beløp i investeringen for å forsvare ressursbruken internt hos forvalteren, derav naturlig eierskap og deltagelse i de større kapitalinnhentingene.

Det er allikevel viktig å være klar over at de internasjonale forvalterne som er representerte på Oslo Børs er mange og til dels forskjellige. Våre medlemsforetak har svært god kontakt med et stort nettverk av internasjonale investorer av forskjellig størrelse med forskjellig innretning på sine investeringer som muliggjør innhenting av kapital og deltagelse også i mindre foretak og plasseringer som man ser i nedre, venstre kvadrant i grafen over. Dette er hovedsakelig internasjonale eiere med spesialinnretning mot enkelt sektorer og våre foretak har brukt årtier på å opparbeide relasjoner til disse miljøene for å kunne hente inn kapital til næringslivet.

I sum er derfor vår erfaring fra kapitalinnhenting på børsen, og kunnskap om investorenes adferd, at det er betydelig forskjell mellom internasjonale og norske investorers interesse og risikoappetitt i det norske kapitalmarkedet. Litt forenklet er vårt næringsliv avhengig av norske eiere for tilførsel av risikokapital til vekst og omstilling her hjemme, samt at vi er avhengige av tilliten til internasjonale forvaltere når vi skal hente inn de store beløpene.

De norske eiermiljøene er blitt mange og profesjonelle over de siste årtiene. Det er en stor styrke for den norske økonomien at vi har aktive eiermiljøer med kompetanse og villighet til å stille med risikokapital til andre deler av næringslivet utenfor sin egen kjernevirksomhet. At disse miljøene nå er i tenkeboksen på hvordan de skal innrette og lokalisere sitt eierskap fremover, er farlig for de direkte evnene vi har til å foreta påfyll av kapital i Norge.



Over tid er vi sterkt bekymret for at utflytting av norske eiermiljøer vil være svært negativt for vår hjemlige evne til å finansiere norsk næringsliv. Tiden går som kjent fort, og mennesker er tilpasningsdyktige. Det er grunn til å frykte at interessen for å investere i norske mellomstore bedrifter fra eiermiljøene i utlandet blir mindre over tid. Omfanget av denne utflyttingen og effektene på sikt er usikre, men den gir grunn til bekymring.

En annen effekt av utflytting av disse eiermiljøene er den kompetansen og gründer-evnene disse personene besitter. I en gitt befolkning er det en begrenset andel av individene som innehar de rette evnene og kvalifikasjonene til å skape næringsvirksomhet. Det krever innbitt arbeid og evne til å tåle betydelige påkjenninger i å skape, og beholde, lønnsomme bedrifter med den konkurranse-dynamikken som er i næringslivet. Vi er slik sett, som nasjon, prisgitt at den begrensede andelen av befolkningen som har disse evnene ønsker å bli i Norge. Det å gå glipp av denne type talenter, enten fordi de flytter ut eller fordi de vurderer at det ikke går an å bli i Norge på sikt om man lykkes, oppfattes som svært farlig for verdiskapning og lønnsomhetsevne på sikt.

En tredje effekt av de særnorske reglene for beskatning av eierskap gir også et fortrinn for internasjonale eiere, både finansielle og industrielle. Igjen er utviklingen fremover uvis, men at Norge blir mer et 'filialland' er ikke utenkelig.

#### Formueskatt

Formueskatten virker dysfunksjonelt på norsk, privat eierskap. VPFF støtter NHO sin posisjon og analyse av dette. Det å være tvunget til å betale utbytte for å dekke opp formueskatten resulterer i en utarming av vekst-og omstillingskapitalen og en særnorsk skatt som gjør aktivt eierskap og verdiskapning mindre attraktivt. Dette er generelt meget uheldig, og spesielt uheldig for unge, risikofylte virksomheter der man kan ende opp med å betale formueskatt i en årrekke for senere å erfare at bedriften går konkurs, uten at formueskatten blir reversert. Dette er et alvorlig hinder for investeringer i nye virksomheter. Formueskatten er næringsfiendtlig og må fjernes i sin nåværende form.

VPFF mener formueskatten på arbeidende kapital må fjernes, men støtter subsidiært mindretallets posisjon: *Disse medlemmene viser videre til at formuesskatten de siste tiårene har vært gjenstand for stadige endringer. Disse medlemmene ønsker å understreke at dette bryter med et viktig prinsipp for utformingen av skattesystemet, jf. 5.3.6, nemlig betydningen av stabile og forutsigbare skatteregler. På denne bakgrunn mener disse medlemmene at formuesbeskatningen må trappes ned og at alle formuesobjekter får betydelig redusert effektiv skattesats.*

#### Selskapsskatt

VPFF er av den oppfatning at skattesatsen på 22% kan høynes til 24% for å kompensere for bortfallet av Formueskatt (og redusert utbytteskatt for symmetri) og støtter derved mindretallet.

*Utvalgsmedlemmene Bettina Banoun, Elin Sarai og Karen Helene Ulltveit-Moe mener at handlingsrommet for å endre selskapsskatten er større enn det flertallet legger til grunn. Disse utvalgsmedlemmene mener at selskapsskatten bør NOU 2022: 20 171 Et helhetlig skattesystem Kapittel 7 økes noe, nærmere bestemt fra 22 til 24 pst., samtidig som skatt på eierinntekt reduseres.*

#### Fritaksmetoden

VPFF støtter utvalgets konklusjon å beholde fritaksmetoden med grunnlag i de svært negative effektene kjedebeskatning vil ha på organisering og innlåsing av kapital. VPFF er undrende til forslaget om innføring av en tre-prosent-regel for sjablong beskatning av ikke-realisert gevinst. Prinsippet om at det er utbytte som kan brukes til konsum og at det er på dette nivået skatten inntreffer bør opprettholdes.



### Grunnrenteskatt

Proessen rundt innføringen av sær-skatten på havbruk har svekket tilliten internasjonale investorer har til Norge.

Norge er et lite land, og våre noterte foretak er med få unntak meget små i internasjonal målestokk. Det betyr at institusjonelle forvaltere av kapital internasjonalt ikke tar særlig stor risiko ved ikke å være investert i Norge. Utviklingen med forutsigbarhet og rasjonelle tilpasninger for å legge til rette for verdiskapning og lønnsomhet i næringslivet har vært bærebjelken for tilliten fra utenlandske investorer, og som har gjort at de allikevel har kommet med risikokapital til norsk næringsliv. Den foreslåtte endringen vil dessverre ikke gå upåaktet hen.

Det har vi også allerede fått høre direkte fra investorene selv. Vi har samlet tilbakemeldinger fra et trettitalls internasjonale investorer på Oslo Børs. Så godt som samtlige kommenterer på at de oppfatter økt risiko og usikkerhet rundt investeringer i Norge, når forutsetningene kan endres såpass raskt og betydelig.

VFFF mener det er naturlig å lytte til sjømatnæringens egne forslag om økt skattebyrde.

### Miljø og klima-avgifter:

VFFF støtter prinsipielt utvalgets premisser om at en riktig bruk av kvoter og avgifter vil kunne stimulere til endring i ønsket adferd samt å stimulere til innovasjon.

*Insentiver til utvikling og bruk av miljøvennlig teknologi*

*Bruk av prismekanismen bidrar til å endre produksjons- og forbruksmønstre over tid. Når miljøskadelig aktivitet er dyrt, vil derfor betalingsviljen for mer miljø- og klimavennlige alternativer øke, og lønnsomheten ved å produsere og utvikle slike alternativer vil gå opp. Forutsigbarhet i klima- og miljøpolitikken og forventninger om fremtidig høy pris på miljøskadelig aktivitet gir viktige signaler om lønnsomheten ved å utvikle og ta i bruk miljøvennlig teknologi. (s 394-95).*

VFFF støtter fullt ut premisset om at korrekt prising av utslipp vil bedre markedskonkurransen og investeringer i forskning og innovasjon:

*Lønnsomheten av forskning og utvikling på ny teknologi, som ofte kan ta mange år før det gir avkastning, vil også avhenge av forventninger om fremtidige priser og avgifter. Dersom aktørene forventer en reell økning i CO<sub>2</sub>-priser fremover, vil investeringsbeslutningene basere seg på dette. For at prising skal fungere effektivt og bidra til oppnåelse av miljømål, bør det være mest mulig forutsigbart hvordan avgiftsnivået eller kvotemarkedet er tenkt regulert fremover i tid*

VFFF er selvfølgelig samtidig opptatt av at Norge ikke ensidig kan påføre vårt hjemlige næringsliv konkurranseulempe. Utslipp og miljøendringer er globale utfordringer og må løses klokt.

*Karbonlekkasje innebærer at utslipp flyttes fra land med reguleringer av egne klimagassutslipp til land uten eller med svakere reguleringer. En direkte effekt er at virksomheter i land med klimareguleringer taper konkurransevne mot produsenter i land uten tilsvarende klimaregulering. Betaling for klimagassutslipp eller overvelting av karbonprisen i kraftprisen gir økte driftskostnader. Dette kan resultere i nedskalering eller nedleggelse av produksjon i hjemlandet, og flytting av produksjon til land med mindre stram eller ingen klimaregulering.*

*Uniform karbonprising gir et teknologinøytralt insentiv til å investere i klimavennlige løsninger. For å øke insentivene til investering i klimavennlige løsninger bør global prising av utslipp økes både i omfang og i pris. Utvalget mener derfor at Norge bør være en pådriver for internasjonale initiativ som innebærer prising av globale utslipp, se også punkt 14.4.4.*

For Verdipapirforetakenes Forbund

Sindre Stør  
Adm. dir.

