NOU Norges offentlige utredninger 2018: 5

Kapital i omstillingens tid

Næringslivets tilgang til kapital

Norges offentlige utredninger 2018

Seriens redaksjon:
Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon
Teknisk redaksjon

---

1. Markeder for finansielle instrumenter
   Finansdepartementet
2. Fremtidige kompetansebehov I
   Kunnskapsdepartementet
3. Krisehåndtering i forsikrings- og pensjonssektoren
   Finansdepartementet
4. Sjøveien videre
   Samferdselsdepartementet
5. Kapital i omstillingens tid
   Nærings- og fiskeridepartementet

Omslagsillustrasjon: Bjørn Sæthren, 07 Media AS

NOU Norges offentlige utredninger 2018: 5

Kapital i omstillingens tid

Næringslivets tilgang til kapital

Utredning fra utvalg oppnevnt ved kongelig resolusjon 31. mars 2017.
Avgitt til Nærings- og fiskeridepartementet 1. mars 2018.

Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon
Teknisk redaksjon

Oslo 2018

ISSN 0333-2306
ISBN 978-82-583-1355-4

07 Media AS

Til Nærings- og fiskeridepartementet

Kapitaltilgangsutvalget ble oppnevnt ved kongelig resolusjon 31. mars 2017. Utvalget legger med dette frem sin utredning.

Oslo 1. mars 2018

Aksel Mjøs,
leder

Harald Ellefsen	John Giverholt	Maria Borch Helsengreen
Torbjørn Hægeland	Mai-Lill Ibsen	Jøril Mæland
Tina Steinsvik Sund	Tellef Thorleifsson	

Camilla Bretteville Froyn,
sekretariatsleder

Hans Henrik Bull

Helene Edwardsen

Carl Gjersem

Magnus Sandvik Gyllensten

Ole-Jakob Lillestøl

Randi Næs

Ingeborg Reiersgård

Anneli Solberg

Haakon Solheim

Innhold

1	**Sammendrag, mandat, sammensetning og arbeidsmåte**	9
1.1	Sammendrag	9
1.2	Bakgrunn for mandatet	12
1.3	Mandat	13
1.4	Utvalgets sammensetning og sekretariat	14
1.5	Utvalgets arbeidsmåte	14
2	**Bakgrunn for utvalgets prioriteringer og arbeid**	15
2.1	Innledning	15
2.2	Forståelse av mandatet	16
2.3	Tidligere offentlige utredninger	16
2.4	Innspill til utvalget	17
2.5	Utvalgets prioriteringer og utredningens struktur	18
3	**Kapitalmarkedet i Norge**	21
3.1	Kapitalmarkedets funksjon	21
3.1.1	Kapitalmarkedets formål	21
3.1.2	Virksomheters finansiering	22
3.1.3	Faktorer som påvirker virksomheters valg av finansiering	23
3.1.4	Investorers kapitalbeslutning	23
3.1.5	Institusjoner som fungerer som mellomledd i finansmarkedet	24
3.1.6	Markedsplasser for verdipapirer	25
3.1.7	Markedssvikt, offentlige inngrep og reguleringer	25
3.1.8	Risiko	25
3.2	Finanskapital investert i Norge	26
3.2.1	Fordeling av brutto finansielle fordringer	26
3.2.2	Internasjonal kapital og fordringer overfor utlandet	26
3.2.3	Finansielle fordringer på tvers av investorgrupper	28
3.2.4	Foretakenes finansiering	28
3.2.5	Kapitalintensitet	29
3.2.6	Husholdningens finansielle tilpasning	30
3.3	Regional og lokal kapital	31
3.3.1	Lokalt og regionalt næringslivs tilgang til lånekapital	31
3.3.2	Informasjonsasymmetri og nærhet til banker og utlånsinstitusjoner	32
3.3.3	Tilgang til kapital og lav annenhåndsverdi på eiendom	34
3.3.4	Eierskap av lokalt og regionalt næringsliv og tilgang til egenkapital	35
4	**Tilgang til egenkapital**	37
4.1	Det norske egenkapitalmarkedet	37
4.1.1	Det unoterte egenkapitalmarkedet	38
4.1.2	Det noterte egenkapitalmarkedet	40
4.1.3	Eierstrukturen i norsk næringsliv	45
4.1.4	Utvalgets vurderinger av egenkapitalmarkedet	47
4.2	Pensjonskapital	47
4.2.1	Pensjonssystemet	48
4.2.2	Pensjonssparing	51
4.2.3	Pensjonsregelverket	53
4.2.4	Tall for pensjonskapitalmarkedet	57
4.2.5	Utvalgets vurderinger knyttet til pensjonskapital	61
4.3	Offentlig eierskap	62
4.3.1	Oversikt og status over statlig eierskap	63
4.3.2	Ulike mål og begrunnelser for statlig eierskap	64
4.3.3	Statlig eierskap og kapitalallokering	64
4.3.4	Kommunesektorens direkte eierskap	68
4.3.5	Statens pensjonsfond Norge	69
4.3.6	Utvalgets vurderinger knyttet til offentlig eierskap	70
5	**Tilgang til fremmedkapital**	72
5.1	Innledning	72
5.2	Regulering av fremmedkapitalmarkeder	72
5.3	Finansnæringen	72
5.4	Det norske bankmarkedet	73
5.4.1	Utviklingstrekk i bankmarkedet	73
5.4.2	Regulering av banker	73
5.5	Det norske sertifikat- og obligasjonsmarkedet	77
5.5.1	Bakgrunn	77
5.5.2	Funksjonsmåte og effektivitet	77
5.5.3	Utstedelse av obligasjoner med fortrinnsrett	78
5.5.4	Bortfall av «skyggerating»	78
5.5.5	Innsyn i obligasjonseierskap	78
5.5.6	Løpetid for norske statsobligasjoner	79
5.5.7	Verdipapirisering	79
5.6	Grønn omstilling og grønne obligasjoner	80
5.7	Pantsetting av patenter	81

6 Informasjonsasymmetri og digitalisering 83
6.1 Innledning 83
6.1.1 Informasjon og effektene på kapitaltilgang og kapitalprising 83
6.1.2 Ulike kilder til informasjon 83
6.1.3 Effekter av digitalisering på tilgang til informasjon 84
6.1.4 Blokkjedeteknologi 84
6.2 Utvalgte problemstillinger og vurderinger 85
6.2.1 Fintech – ny finansiell teknologi ... 85
6.2.2 Folkefinansiering 87
6.2.3 Møteplasser 92
6.2.4 Finansiell kompetanse 94
6.2.5 Sentralt kredittregister 94
6.2.6 Aksjeeierregister 95
6.2.7 Digitaliseringssamarbeid 97
6.2.8 Rekonstruksjon 97

7 Oppstart, vekst og offentlige virkemidler 99
7.1 Innledning 99
7.2 Utviklingstrekk i tidlig-finansieringsmarkedet 99
7.2.1 Nyetablering og vekst 99
7.2.2 Finansiering av vekstselskaper gjennom kapitalemisjoner 103
7.2.3 Utviklingen i de profesjonelle investeringsselskapene 104
7.2.4 Et internasjonalt blikk på Norge og venturebransjen 105
7.2.5 Avkastningsutfordringene 108
7.2.6 Er kompetansen og prosjektene gode nok? 110
7.2.7 Kan investorer i innovative oppstartsselskaper realisere sine verdier? 110
7.2.8 Utvalgets vurderinger av tilgangen til venturekapital i Norge 111
7.3 Det offentlige engasjementet i tidligfinansieringsmarkedet 113
7.3.1 Oversikt over de offentlige aktørene 113
7.3.2 Offentlige investeringer i unge selskaper 114
7.3.3 Nærmere om investerings-selskapene 114
7.3.4 Ulike generasjoner av såkornfond 117
7.3.5 Kapitalvirkemidler i annen kontekst 117
7.3.6 Eierskap gjennom universiteter og høyskoler 118
7.3.7 Utvalgets vurderinger av det offentlige engasjementet i tidlig-finansieringsmarkedet 119
7.3.8 Utvalgets vurderinger av eierskap gjennom universiteter og høyskoler 122
7.4 Andre offentlige virkemidler og kapitalkilder for næringslivet 123
7.4.1 Rammer for offentlige virkemidler 123
7.4.2 Nærmere om omfang og forvaltere av bevilgningene 123
7.4.3 Tilskudd til forskning, etablering og investering 125
7.4.4 Det offentlige gir også lån og garantier 128
7.4.5 Utvalget samlede vurderinger av offentlige tilskudds- og støtte-ordninger 131

8 Skattesystemets innvirkning på kapitaltilgangen 134
8.1 Innledning 134
8.2 Skattesystemet 134
8.2.1 Prinsipper for effektiv beskatning 134
8.2.2 Det norske skattesystemet 134
8.3 Kapitalbeskatning 135
8.3.1 Oversikt over den norske kapital-beskatningen 135
8.3.2 Selskapsskatt 136
8.3.3 Formuesskatt 139
8.3.4 Skatt på aksjeinntekter 146
8.3.5 Eiendomsskatt og annen bolig-beskatning 147
8.3.6 Beskatning av stiftelser 148
8.4 Andre skatterelaterte tema 153
8.4.1 Opsjoner i arbeidsforhold 153
8.4.2 Aksjesparekonto 154
8.4.3 Skattefradrag for investeringer i oppstartsselskaper 155
8.4.4 Skatteetatens behandling av tvister 155

9 Økonomiske og administrative konsekvenser 156
9.1 Innledning 156
9.2 Økonomiske og administrative konsekvenser av utvalgets anbefalinger 156
9.2.1 Kapittel 4 Tilgang til egenkapital .. 156
9.2.2 Kapittel 5 Tilgang til fremmed-kapital 157
9.2.3 Kapittel 6 Informasjonsasymmetri og digitalisering 157

9.2.4 Kapittel 7 Oppstart, vekst og offentlige virkemidler 158
9.2.5 Kapittel 8 Skattesystemets innvirkning på kapitaltilgangen 160

Vedlegg
1 Aktører som har gitt innspill til utvalget 169

Digitale vedlegg:
1. Eierskap og emisjoner i norske foretak
2. Det norske bedriftsbankmarkedet

Kapittel 1
Sammendrag, mandat, sammensetning og arbeidsmåte

Først i dette kapittelet presenteres et sammendrag av rapporten. Deretter gjengis mandatet for utvalgets arbeid og utvalgets sammensetning. Til slutt kommer en oversikt over hvordan utvalget har arbeidet for å oppfylle mandatet sitt, og hvilke personer og institusjoner utvalget har vært i dialog med eller fått innspill fra underveis.

1.1 Sammendrag

Kapitaltilgangsutvalget ble oppnevnt av regjeringen 31. mars 2017 som et tiltak i oppfølgingen av Industrimeldingen (Meld. St. 27 (2016–2017)), for å vurdere kapitaltilgangen til norsk næringsliv. Hovedbegrunnelsen for utvalgets mandat er at et effektivt kapitalmarked er en forutsetning for vekst og omstilling i næringslivet, og derfor for norsk økonomi og velferd. Mandatet reflekterer også at makroøkonomiske samlevurderinger ikke nødvendigvis fanger opp ineffektiviteter i enkelte deler av kapitalmarkedet.

Kapitaltilgangsutvalgets mandat har vært å belyse hvordan kapitaltilgangen gjennom det norske kapitalmarkedet fungerer. Et fungerende kapitalmarked betyr at verdiskapende selskaper og prosjekter blir finansiert. Verdiskapende selskaper og prosjekter skaper merverdi først etter å ha gitt nødvendig avkastning til kapitalen som har finansiert dem. Kravet til slik avkastning må reflektere både investeringens risiko og varighet. Kapitalmarkedet bidrar dessuten til å omfordele kapitalen dit den gir best avkastning. Daglig børsprising, oppkjøp, fusjoner og konkurser er derfor viktige deler av et effektivt kapitalmarked. Utvalget har med dette utgangspunktet sett nærmere på ulike tema på etterspørselssiden, tilbudssiden og i selve kapitalmarkedet der aktørene møtes.

Utvalgets overordnede vurdering er at det norske kapitalmarkedet i hovedsak fungerer godt. De aller fleste forventet lønnsomme selskaper og prosjekter har tilgang til finansiering til en pris som reflekterer deres risiko, det er konkurranse på tilbydersiden og myndighetene har i hovedsak fastsatt balanserte rammevilkår. Utvalget har, etter å ha sett hen til tidligere utredninger, aktuell statistikk, relatert forskning, markedsaktørenes innspill og egne erfaringer, valgt å gå i dybden på noen områder hvor det kan være potensial for forbedringer.

Empiriske analyser på dette feltet hemmes av at man mangler data om marginale, men forventet lønnsomme, prosjekter som ikke har blitt finansiert, eller som har fått feil finansiering. Norske registerdata fra Statistisk sentralbyrå, Regnskapsregisteret og Skatteetaten er blant de beste i verden, men er primært basert på rapportering fra tilbyderne i kapitalmarkedet. Å finne og analysere relevante data for sammensetningen av samlet finansiering av aktuelle, marginale prosjekter er krevende. Marginale prosjekter vil i denne sammenheng være forventet verdiskapende prosjekter som ikke blir finansierte eller får feil finansiering på grunn av kapitalmarkedssvikt.

Etter utvalgets vurdering gir utredningen både aktuell informasjon om kapitalmarkedet, og særlig om de deler som etter utvalgets vurdering fungerer mindre effektivt. Utredningen inneholder også drøftinger av hvordan og hvorfor det er effektivitetsutfordringer, samt utvalgets vurderinger og anbefalinger til tiltak og videre utredninger.

For å samle informasjon om aktuelle ineffektiviteter i kapitalmarkedet, valgte utvalget å innhente innspill fra en rekke markedsaktører, samt å sette ut to utredningsoppdrag. Innspillene ble hovedsakelig mottatt gjennom regionale og bransjemessige innspillsmøter i tillegg til skriftlige innspill. Det er viktig å få innspill fra aktører som er aktive i ulike deler av kapitalmarkedet, særlig for å identifisere potensielle problemområder.

Utredningsoppdragene omhandlet henholdsvis egenkapitalmarkedet og bedriftsbankmarkedet. Analysen av egenkapitalmarkedet, utført av Menon Economics, indikerer at tilskuddet av ny egenkapital er jevnt fordelt over selskaper etter alder, bransjer og geografi. Analysen viser også at andre investorsektorer enn investeringsfond er

viktige kilder til ny egenkapital. De finner dessuten at vekstselskaper har særlig stor tilbøyelighet til å reise ny egenkapital. Analysen av bedriftsbankmarkedet ble utført av Samfunns- og næringslivsforskning (SNF). Den viser fordelingen av samlede banklån og nye banklån etter bransjer, alder, størrelse, geografiske inndelinger og over tid. I tillegg analyseres endringene i tilgangen til nye banklån for marginale selskaper under og etter finanskrisen, der de finner indikasjoner på at tilgangen er noe svekket. Begge analysene gir nyttig bakgrunn for bedre å forstå hvordan aktuelle selskapskategorier får tilgang til kapital.

Utredningen innledes med en introduksjon til kapitalmarkedet og en gjennomgang av hvordan finanskapital er investert i Norge, samt informasjon om lokale og regionale variasjoner i kapitalmarkedet. Dette danner bakgrunnen for de tema utvalget vektlegger videre i utredningen. Temavalgene reflekterer utvalgets vurderinger av hvilke deler av kapitalmarkedet som potensielt fungerer mindre effektivt.

Utredningen er delt inn i kapitler om tilgang til egenkapital, tilgang til fremmedkapital, informasjonsasymmetri og digitalisering, oppstart, vekst og offentlige virkemidler, og avsluttes med en gjennomgang av skattesystemets betydning for kapitaltilgangen. I tillegg kommer gjennomgangen av økonomiske og administrative konsekvenser. Nedenfor følger korte utdrag av utvalgets viktigste vurderinger og anbefalinger, ordnet i samme rekkefølge som i utredningen. Framstillingen gir et kompakt overblikk. For utvalgets fullstendige resonnementer, vurderinger og anbefalinger henvises til behandlingen av de enkelte tema i selve utredningen.

Egenkapitalmarkedet

Utvalget vurderer det norske egenkapitalmarkedet som i hovedsak å være velfungerende. Petroleumssektoren og relaterte næringers betydning, samt skattemessig favorisering av investeringer i fast eiendom, har imidlertid svekket kapitaltilgangen til andre sektorer. Tiltak som kan bidra til mindre skattefavorisering av fast eiendom vil kunne gi økt tilgang på kapital innen andre bransjer. Tilfanget av nye større vekstselskaper har i de senere år vært begrenset. Behovet for å få utviklet slike vekstselskaper er samtidig blitt forsterket. Egenkapitaltilgangen for mindre bedrifter med et kapitalbehov i størrelsesorden opp til 20 millioner vurderes som spesielt utfordrende.

Utvalget vurderer at en betydelig del av pensjonskapitalen ikke plasseres optimalt ut ifra et formål om å maksimere langsiktig forventet risikojustert avkastning av pensjonssparernes midler. Utvalget anbefaler derfor tiltak for at større deler av pensjonskapitalen, både i ytelses- og innskuddspensjonsordninger, kan investeres mer langsiktig og i større grad også i ikke-likvide investeringer. Dette kan både gi bedre forventet avkastning og styrke kapitaltilgangen til næringslivet, samtidig som pensjonssparernes garantier og øvrige rettigheter ivaretas.

Utvalget er opptatt av at det private direkte eierskapet i børsnoterte selskaper er lavt, og at staten og utenlandske eiere har dominerende posisjoner. Myndighetene må fullt ut ta hensyn til de betydelige kapitalmarkedsmessige kostnadene det har å spre usikkerhet rundt delvis statseide selskapers forutsetninger for å skape aksjonærverdier. Staten bør også tilstrebe en mer dynamisk eierpolitikk.

Utvalget mener også at kommunalt eierskap bør systematiseres bedre ut ifra sine formål, særlig i selskaper kommunene eier sammen med, eller som konkurrerer med, private investorer.

Fremmedkapitalmarkedet

Utvalget mener at det er viktig at effekter av bankregulering konsekvensutredes med hensyn til både gevinster og kostnader, både for bankene og for finansieringen av norsk næringsliv. Man må også ta hensyn til norske bankers konkurranseevne i lokale markeder. Avvik i reguleringer fra praksis i EØS-området bør begrunnes særskilt.

Utvalget mener at det norske obligasjons- og sertifikatmarkedet fungerer godt. Utvalget mener likevel at bortfallet av skyggerating er negativt, særlig for mindre låntakere.

Utvalget mener at den norske ordningen med obligasjoner med fortrinnsrett bør vurderes endret, slik at den blir mer på linje med det som praktiseres i blant annet Sverige og Danmark.

Utvalget mener at Norge bør følge regelverksutviklingen i EU og sikre rask og effektiv innføring av regler om verdipapirisering i Norge.

Utvalget anbefaler videre at konsekvensene av offentlig innsyn i obligasjonseierskap utredes nærmere, og at Finansdepartementet bør vurdere å utstede norske statsobligasjoner med løpetid over 10 år.

Informasjonsasymmetri og digitalisering

Utvalget mener at det er viktig at norsk regelverksutforming legger til rette for at norske aktører kan ta del i utviklingen av FinTech-løsninger, både som tilbydere og etterspørrere av kapital, samtidig som stabilitets- og sikkerhetshensyn ivaretas.

Utvalget ser det som ønskelig at regelverket for folkefinansiering klargjøres ytterligere. Generelt bør utilsiktede hindringer for etablering og drift av folkefinansieringsplattformer, både for egenkapital og lån, fjernes.

Utvalget mener at ulike typer møteplasser kan spille en viktig rolle i å koble kapitalsøkere og -tilbydere for unoterte selskaper. Møteplassene bidrar også til kompetanseutveksling og opplæring, særlig komplementær kompetanse innen kommersialisering og finansiering.

Utvalget mener at det er positivt at det settes ned en arbeidsgruppe som skal utrede etablering av et sentralt kredittregister i Norge, også for lån til bedrifter.

Utvalget mener det er positivt at opplysninger om eiere, både i aksje- og allmennaksjeselskaper, i utgangspunktet er tilgjengelige for alle. Fra et kapitaltilgangsperspektiv, vil dette bidra til å sikre potensielle investorer tilgang til informasjon. Dette vil i mange tilfeller vil være helt nødvendig for investeringsbeslutninger.

Utvalget støtter de endringsforslagene som fremgår av utredningen om gjeldsforhandlingsreglene i konkursloven. Det vil også være positivt å åpne for rekonstruksjonsforhandlinger på et tidligere tidspunkt enn i dag.

Venturekapitaltilgangen

Utvalget vurderer at det er særlig krevende å ivareta finansiering i den tidlige utviklingsfasen for potensielle vekstbedrifter. Utfordringene gjelder spesielt virksomheter som forventer mange år med kapitalkrevende utvikling før det kan ventes kommersielle inntekter, eksempelvis ved kommersialisering av forskningsresultater. Dette er samtidig virksomheter som kan ha potensial for stor og verdiskapende vekst etter et vellykket utviklingsforløp, men som kan oppleve finansieringsutfordringer i det norske kapitalmarkedet.

Utvalget vurderer at det har vært en reduksjon i omfanget av investeringskapital som har anledning til, og ønsker, å satse på ventureinvesteringer i Norge. Det har vært reist mye kapital til private equity i et 10-års perspektiv, nest mest i Europa i andel av bruttonasjonalprodukt, men tidligfase-ventureinvesteringer i norske bedrifter har vært lave. Noe av forklaringen kan være norsk næringsstruktur, lav prosjektkvalitet og lav forventet avkastning.

Utvalget ser gode begrunnelser for statlig tilrettelegging av tidligfaseinvesteringer for å sikre tilgangen på langsiktig kompetent kapital og kompetente eiermiljøer. Begrunnelsene for dette kan være at det kan være særlig usikker risiko, at nettverkseffekter mellom investorene er viktig, investeringene har lang tidshorisont, og det er spesielle krav til leder og eierkompetanse.

Basert på analyser og innspill er det utvalgets vurdering at kanaliseringen av egenkapital til lovende tidligfaseselskaper er mangelfull. Dette er selskaper som både trenger risikokapital og i særlig grad relevant kompetanse fra eierne. Utvalget anbefaler derfor en statlig satsing gjennom allokering til et nytt, fleksibelt fond-i-fond-venturekapitalmandat med en kapital på 1 milliarder kroner som skal investeres over en treårsperiode.

Utvalget anbefaler videre at såkornfondene gis nasjonale og fleksible mandat, at det legges til rette for jevnere kapitaltilgang til aktuelle porteføljeselskaper, og at oppfølgingsansvaret flyttes fra Innovasjon Norge til et profesjonelt forvaltningsmiljø.

Utvalget anerkjenner at Argentum har vært og er viktig for utviklingen av private equity-markedet i Norge, og at den oppnådde investeringsavkastningen har vært stabilt god. Etter utvalgets oppfatning er det behov for flere kompetente forvaltermiljø innen venture og tidlig fase. Argentum har bidratt til dette innenfor sitt mandat, men det anses likevel å være behov for ytterligere satsing og flere miljøer.

Utvalget mener at Investinor fremover bør prioritere investeringer indirekte gjennom andre forvaltere, og at de får ansvaret for å forvalte det statlige fond-i-fond-venturemandatet. Investinor bør også overta forvaltningen av såkornordningene i Innovasjon Norge.

Utvalget vil anbefale at man baserer oppbyggingen av Fornybar AS sin organisasjon og organisering på de beste erfaringene fra etablerte miljøer, samt at det legges opp til gode evalueringsmuligheter både av avkastning og oppnåelse av klimaeffekter.

Utvalget anbefaler at insentivene for ansatte i universitets- og høyskolesystemet til å kommersialisere ideer, bør styrkes, for eksempel ved å la ansatte beholde en høyere eierandel i nye selskap.

Om offentlige tilskudd og støtteordninger

Utvalget anbefaler at antall offentlige aktører som forvalter offentlige tilskudd, lån eller egenkapital bør være begrenset. Man bør være tilbakeholden med å etablere overlappende ordninger for de samme formål. Tiltak bør evalueres jevnlig og systematisk, og midler bør aktivt flyttes fra ordninger med lav måloppnåelse til bedre ordninger.

Utvalget anbefaler at arbeidet med å spisse Innovasjon Norges rolle og mandat bør videreføres. Det bør særlig fokuseres på bedrifter som kan skape arbeidsplasser og fremtidig vekst.

Utvalget anbefaler at det foretas en evaluering av Enovas betydning for kapitaltilgang, og for mobilisering av privat kapital for å realisere de oppgaver foretaket er pålagt.

Utvalget vurderer at eksportfinansieringsordningene i større grad bør framstå helhetlig og samordnet for kundene, samt at man vurderer å gjøre dem mer tilgjengelige og relevante for SMB-segmentet.

Samlevurdering av offentlige virkemidler

Statlige virkemidler bør være effektive, målrettede og målbare. Utvalget anbefaler at det gjøres en overordnet gjennomgang på området, der man ser alle virkemidlene i sammenheng. Det bør i den forbindelse undersøkes om det kan gjennomføres forenklinger som kan gjøre virkemidlene og virkemiddelapparatet mer oversiktlig og forbedre effektiviteten og den totale måloppnåelsen.

Skattesystemet

En effektiv og nøytral beskatning er på overordnet nivå det viktigste også for næringslivets kapitaltilgang.

En lavere formell skattesats vil redusere kapitalkostnadene for investeringsprosjekter i Norge. Utvalget anbefaler at det vurderes endringer for i større grad å likebehandle gjeld og egenkapital i selskapsskatten.

Utvalget ser flere problematiske sider ved formuesskatten fra et kapitaltilgangsperspektiv. Utvalget anbefaler derfor at formueskatten avvikles og eventuelt erstattes med andre skatter som kan ha mindre negative effekter på næringslivets kapitaltilgang og samtidig ivaretar hensynet til utjevning og en rimelig fordeling av skattebyrden, for eksempel eiendomsskatt.

Dersom man likevel velger å beholde formuesskatten, mener utvalget subsidiært at verdsetting av formuesobjekter må gjøres langt mer ensartet, slik at den relative ulempen i beskatningen av andre formuesobjekter enn primærbolig fjernes.

Utvalget slutter seg til tidligere vurderinger av at fast eiendom er et godt skattegrunnlag, og mener det er gode grunner til å trappe ned skattefavoriseringen av bolig og fritidseiendom. Utvalget anbefaler en reform av eiendomsbeskatningen for å sikre en mer helhetlig utforming, større forutsigbarhet og å forhindre uheldig vridning i den regionale kapitaltilgangen.

Utvalget anbefaler at det utredes en likere skattemessig behandling av stiftelsene, herunder hvordan stiftelsenes allmennyttige bidrag kan ivaretas, uavhengig av hvordan kapitalen forvaltes. Ut fra et kapitaltilgangsperspektiv, mener utvalget at det ikke bør gis særlige skattemessige fordeler eller ulemper ved å velge stiftelse som selskapsform, og utredningen bør også se på dette. Det er samtidig behov for å klargjøre rammene for den skattemessige behandlingen av stiftelsers kapitalforvaltning.

Utvalget anbefaler at ordningen for utsatt beskatning av opsjonsfordeler i arbeidsforhold bør gjøres vesentlig mer attraktiv for å fremme omstilling og vekst i norsk næringsliv, og for å sikre den kompetansen som trengs for å utvikle norske vekstbedrifter.

Utvalget er positive til at det er innført en ordning med aksjesparekonto, men anbefaler at det bør utredes om aksjesparekonto også kan inkludere unoterte aksjer.

1.2 Bakgrunn for mandatet

Regjeringen la våren 2017 frem Meld. St. 27 (2017–2018) *Industrien – grønnere, smartere og mer nyskapende*. Stortingsmeldingen tar for seg industriens rammevilkår i Norge og omtaler blant annet problemstillinger knyttet til næringslivets tilgang til kapital. Som en oppfølging av denne meldingen ble det satt ned et offentlig utvalg.

I en tid med mange og raske endringer i norsk økonomi er det særlig viktig med god evne til omstilling og innovasjon. Da må kapitalmarkedet fungere godt, slik at kapitalsøkere effektivt kobles med kapitaleiere som ønsker å investere sin kapital.

Hvor effektivt kapitalsøkere kobles med dem som besitter kapital, avhenger blant annet av investorers og långiveres tilgang til informasjon om forventet lønnsomhet og risiko. Konkurransen mellom tilbyderne og i hvilken grad kapitalen er mobil over landegrenser og regioner, er også

av betydning. Reguleringen av finansmarkedene og finansinstitusjonene, samt skatter og avgifter kan også spille inn.

Kapitaltilførselen fra det offentlige skjer gjennom tilskudd eller gjennom markedsbasert finansiering. Statens kapitalvirkemidler, som for eksempel såkornfond, lånekapital og investeringsselskaper, fremheves som betydningsfullt for næringslivet.

Tidligere utredninger indikerer at kapitalmarkedene i Norge fungerer godt. Skatteutvalget (NOU 2014: 13) viser til at Norge har velfungerende kapitalmarkeder, og at norske bedrifters tilgang på lån og oppstartskapital er på linje med det man finner i sammenlignbare land. Også Produktivitetskommisjonen (NOU 2016: 3) peker på at kapitalmarkedet i Norge er åpent og rimelig velfungerende. Produktivitetskommisjonen viser også til at det har vært en jevn økning i utenlandske investorer de siste årene. Deler av næringslivet mener likevel at tilgangen til kapital ikke er god nok.

Store selskaper med god lønnsomhet har gjerne tilgang til kapital fra flere kilder, både nasjonalt og internasjonalt. Små og mellomstore bedrifter kan derimot i større grad være avhengig av å hente inn egenkapital eller lån i Norge, ofte regionalt eller lokalt, og tilgangen til kapital kan være mer utfordrende. Det reiser spørsmålet om koblingen mellom kapitaleiere og kapitalsøkere kan bli bedre.

1.3 Mandat

Utvalget har fått følgende mandat:

> «For å legge til rette for videre verdiskaping i norsk økonomi er det særlig viktig med god evne til omstilling og innovasjon. Da må kapitalmarkedet virke godt. Følgende punkter er sentrale å belyse:
> - Utvalget skal vurdere om kapitalmarkedene i Norge effektivt kobler kapitalbesittere og kapitalsøkere. Mulige tiltak for å øke effektiviteten, herunder forenklinger, skal omtales.
> - Utvalget skal gjennomgå de viktigste kapitalkildene, herunder banker, obligasjonsmarkedet, det åpne aksjemarkedet, unotert privat kapital og det statlige virkemiddelapparatet. Er kapitaltilgangen god for lønnsomme prosjekter i ulike faser? Er allokeringen av kapital på tvers av næringer effektiv?
> - Utvalget skal videre gjøre rede for betydningen av lokal og regional kapital og vurdere om det er spesielle utfordringer i enkelte deler av landet, for ulike bransjer eller for små og mellomstore bedrifter.
> - Utvalget skal se på næringslivets bruk av kapital som innsatsfaktor i produksjonen, kapitalintensiteten, samt hvordan kapitalbeholdningen endres gjennom tilbakeholdt overskudd, innhenting av ny kapital, utbetaling av renter og overskudd med videre.
> - Utvalget skal vurdere hvordan beskatningen av norske eiere påvirker næringslivets tilgang til kapital.
> - Utvalget skal vurdere i hvilken grad norsk næringsliv har tilgang til finansiering fra utlandet, samt kartlegge mulige hindre for kapitalmobiliteten over landegrensene.
> - Utvalget skal se på i hvilken grad norske oppstarts- og vekstbedrifter har tilgang til kapital, herunder venture-kapital både fra offentlige og private fond.
> - Utvalget skal vurdere om kapitalmarkedet for investeringer i fastlandsindustrien er velfungerende og om og hvordan myndighetene kan rette opp eventuell markedssvikt på en effektiv måte.
> - Utvalget skal belyse betydningen for kapitalmarkedet av nye finansieringsformer og digitalisering og vurdere i hvilken grad kapitalmarkedet legger til rette for grønn omstilling.
> - Dersom det er systemiske særtrekk eller føringer i det norske kapitalmarkedet, sammenlignet med kapitalmarkedene i våre naboland og EU, bør det påpekes.
>
> Grunnlaget for vurderingene skal presiseres, og forutsetningenes betydning for konklusjonene skal synliggjøres. Eventuelle forslag skal forventes å være samfunnsøkonomisk lønnsomme og vurderes i lys av statens eksisterende engasjementer i kapitalmarkedet. Nytte, kostnader og risiko ved eventuelle forslag skal omtales i tråd med Utredningsinstruksen. Nærings- og fiskeridepartementet kan presisere eller gjøre tilføyelser til mandatet. Utvalget skal levere sin innstilling innen 1. mars 2018.»

1.4 Utvalgets sammensetning og sekretariat

Utvalget har hatt ni medlemmer:
- Aksel Mjøs (leder), førsteamanuensis ved Norges handelshøyskole (NHH) og styreleder i Kavlifondet
- Harald Ellefsen, advokat og partner i Steenstrup Stordrange (SANDS) og styremedlem i Kverva
- John Giverholt, tidligere konsernsjef i Ferd
- Maria Borch Helsengreen, partner i Ernst & Young (EY)
- Torbjørn Hægeland, direktør for finansiell stabilitet i Norges Bank
- Mai-Lill Ibsen, styreleder i GIEK Kredittforsikring
- Jøril Mæland, førsteamanuensis og leder for Institutt for finans ved Norges handelshøyskole
- Tina Steinsvik Sund, styremedlem i Argentum
- Tellef Thorleifsson, partner i Northzone

Utvalget har hatt et sekretariat som har bestått av:
- Camilla Bretteville Froyn (sekretariatsleder), avdelingsdirektør i Nærings- og fiskeridepartementet
- Hans Henrik Bull, fagdirektør i Kommunal- og moderniseringsdepartementet
- Helene Edwardsen, seniorrådgiver i Kommunal- og moderniserings-departementet
- Carl Gjersem, fagdirektør i Nærings- og fiskeridepartementet
- Magnus Sandvik Gyllensten, rådgiver i Nærings- og fiskeridepartementet
- Ole-Jakob Lillestøl, seniorrådgiver i Nærings- og fiskeridepartementet
- Randi Næs, investeringsdirektør i Finansdepartementet
- Ingeborg Andersen Reiersgård, rådgiver i Finansdepartementet
- Anneli Solberg, seniorrådgiver i Nærings- og fiskeridepartementet
- Haakon Solheim, prosjektdirektør i Norges Bank
- I tillegg har fagsjef Michael Riis Jacobsen og fagsjef Ståle Øverland i Finansdepartementet bistått på skattefaglige tema.

1.5 Utvalgets arbeidsmåte

Utvalget har hatt 11 møter. I forbindelse med enkelte av møtene har fagpersoner blitt invitert inn for å innlede om spesifikke tema. Disse har vært hentet inn for å innlede for utvalget:
- Erik Johansen, Ole Morten Geving, Are Jansrud, Martin Carlén og Tom Staavi fra Finans Norge 29. mai 2017 om utvalgte problemstillinger med betydning for kapitaltilgangen
- Christian Fotland fra Gabler 16. juni 2017 om pensjonsmidler og investeringer
- Gjermund Grimsby fra Menon Economics 20. september 2017 om aksjekapitalutvidelser og eierfordeling i norsk næringsliv

Utvalget har hatt en bred prosess for å innhente innspill fra aktører med ulike roller i kapitalmarkedet, med alt fra ulike bedrifter som søker kapital, til ulike kapitaleiere som søker å investere sin kapital, i tillegg til markedsplasser, tilretteleggere og regulatorer. Det har vært sentralt for utvalget å innhente innspill fra aktører som faktisk opererer i kapitalmarkedene, og som har praktisk kjennskap og erfaring med eventuelle utfordringer.

Det har vært avholdt fire innspillsmøter, i Bergen, Trondheim, Oslo og Bodø. Utvalget har i tillegg hatt et møte med arbeidslivets organisasjoner og enkeltvise møter med en rekke aktører. Utvalget har også mottatt flere skriftlige innspill. Ved oppnevnelsen av utvalget ble det opprettet en nettside, http://nettsteder.regjeringen.no/kapitaltilgangsutvalget, der det har vært mulig å gi innspill til utvalgets arbeid. En liste over alle aktører som har gitt innspill til utvalget er vedlagt utredningen.

Utvalget har fått utført to eksterne utredninger. Den ene utredningen omhandler eierskap og emisjoner i norsk næringsliv og er levert av Menon Economics. Rapporten omtales i resten av utvalgets utredning som «egenkapitalrapporten». Den andre utredningen gir en analyse av bankmarkedet for norske bedriftskunder. Rapporten er utarbeidet av Samfunns- og næringslivsforskning (SNF), og omtales etter dette som «bankbokanalysen». Begge rapporter er å finne som digitale vedlegg til denne utredningen.

Kapittel 2
Bakgrunn for utvalgets prioriteringer og arbeid

2.1 Innledning

Et godt fungerende kapitalmarked spiller en viktig rolle i å kanalisere kapital dit den kan gjøre mest nytte for seg, slik at ressurser kan brukes der de har sin beste anvendelse.[1] Ved optimal ressursallokering blir den samlede verdiskapingen størst, og høy verdiskaping er grunnlaget for vår felles velstand. Et godt fungerende kapitalmarked er en forutsetning for å holde takten oppe i den nødvendige omstillingen av norsk næringsliv og for å bidra til at næringslivets konkurransekraft opprettholdes.

Et effektivt kapitalmarked allokerer samfunnets sparekapital til de prosjektene og selskapene som gir størst forventet risikojustert avkastning. I tillegg til å allokere kapital har kapitalmarkedet som oppgave å omfordele og spre risiko, og å verdsette økonomisk aktivitet. I en åpen og velorganisert økonomi som den norske er det grunn til å tro at kapitalmarkedet i hovedsak fungerer godt. Likevel vil et kapitalmarked i praksis aldri være helt effektivt. Mulige årsaker til et mindre effektivt marked er gjerne knyttet til ufullstendig eller lite troverdig informasjon, ineffektive institusjoner og/eller regelverk, et ikke-nøytralt skattesystem, mangelfull kompetanse eller kommunikasjon, for svak investorbeskyttelse, få aktører eller manglende likviditet.

Utvalgets utgangspunkt er, som også tidligere utredninger har vist, at det norske kapitalmarkedet i hovedsak er velfungerende i den forstand at lønnsomme prosjekter har tilgang til kapital til en riktig pris, og at kostnadene ved feilallokering av kapital er moderate. I sitt arbeid har utvalget derfor vektlagt områder der det er indikasjoner på manglende effektivitet ut fra ett eller flere av kriteriene som er nevnt ovenfor. Utvalget har særlig ønsket å vektlegge etterspørselssiden og hvilke utfordringer virksomheter og deres eiere opplever når de søker etter kapital. Samtidig gjør kapitaltilbyderes rolle i å velge, utvikle og i noen tilfeller avvikle selskaper og prosjekter det nødvendig å vurdere også denne siden av markedet.

Vanligvis er gjennomganger av kapitalmarkedet og kapitaltilgang tuftet på registerdata og annen informasjon som er hentet fra tilbudssiden av markedet. Dette er fordi informasjon om kapitalmarkedet tradisjonelt har blitt organisert fra tilbudssiden med tilgang til tall og statistikk for banklån, aksjekapitalutvidelser, obligasjonslån og lignende. Informasjon om etterspørselssiden, det vil si virksomheters samlede tilgang til kapital i ulike former, er mindre tilgjengelig og mer fragmentert.

Én av utfordringene i vurderingen av kapitalmarkedets effektivitet er at det ikke finnes oversikt over virksomheter og prosjekter som ikke har fått finansiering, selv om de ble vurdert å gi tilstrekkelig forventet risikojustert lønnsomhet. I tillegg til at forventet lønnsomme virksomheter og prosjekter muligens ikke får finansiering, kan det være at virksomheter og prosjekter som får finansiering, ikke får tilgang til den ønskede eller rette typen kapital eller kapital på ønsket tidspunkt. Det er krevende å objektivt peke konkret på slike virksomheter og prosjekter, men om de er mange og kunne ha blitt viktige kan manglende finansiering av disse være en konsekvens av kapitalmarkedssvikt. Dersom slike attraktive muligheter ikke blir finansierte er det et tap for kapitalsøkere, investorer og samfunnet, og vi har behov for å bedre forstå hva som er årsaken til dette.

Statistikk over faktisk kapitaltilgang til virksomheter og prosjekter som ble realisert, gir ingen informasjon om eventuelle andre som også kunne ha vært lønnsomt finansiert. Utvalget har som en del av sitt arbeid med å innhente informasjon derfor fått gjennomført to utredninger med utgangspunkt i etterspørselssiden. I tillegg har

[1] Med kapitalmarkedet menes i denne utredning markedet for finansiell kapital med vekt på tilgang til kapital for ikke-finansielle foretak i Norge, det vil si foretak som produserer varer og tjenester, ikke finansielle foretak som formidler kreditt fra aktører med oppsparte midler til aktører med lånebehov. Kapitalmarkedet betegnes i utredningen i entall, selv om kapitalmarkedet i Norge består av en rekke delmarkeder. Dette forklares nærmere i blant annet kapittel 3.

utvalget hatt dialog med en rekke aktører med særlig vekt på etterspørselssiden.

2.2 Forståelse av mandatet

Kapitaltilgangsutvalget fikk et bredt og omfattende mandat med hensyn til tiden utvalget fikk til rådighet, og har derfor valgt å vektlegge noen emner mer enn andre. Utvalget har likevel ønsket å legge frem en grundig utredning av kapitalmarkedet i Norge. Mandatet er forstått slik at hovedanliggendet skulle være å utrede om kapitalmarkedet i Norge fungerer godt, om markedet effektivt kobler kapitalsøkere og -tilbydere, og eventuelt vurdere tiltak for å øke effektiviteten. Formålet med å ha et godt fungerende marked er i denne utredningen rettet mot næringslivets kapitalbehov, og mer spesifikt mot problemstillingen om hvorvidt forventet lønnsomme prosjekter og virksomheter i Norge får tilgang til den kapitalen de bør ha.

Utredningens hovedstruktur er som følger: Først presenteres utvalgets sammensetning, mandat og arbeidsform. Deretter presenteres i dette kapitlet bakgrunn for utvalgets prioriteringer og arbeid. Det gis en omtale av de nyeste og mest relevante tidligere utredninger som omhandler kapitalmarkedet i Norge og tilgangen til kapital. Deretter gjengis hovedtrekkene i innspillene utvalget har mottatt, før utvalget gir sine overordnede vurderinger av kapitalmarkedet i Norge og presenterer sine prioriteringer. I kapittel tre gis det et oppdatert bilde av det norske kapitalmarkedet gjennom beskrivelser av markedet, dets aktører, markedsplasser og de ulike delmarkedene. Tilgangen til kapital regionalt og lokalt blir også beskrevet.

Deretter vurderes markedets funksjonsmåte, næringslivets tilgang til kapital og eventuelt forbedringspotensial. Ved å se hen til tidligere utredninger og det oppdaterte bildet av markedet, samt de mottatte innspillene, har utvalget valgt å se nærmere på og vurdere følgende tema: egenkapital, pensjonskapital, offentlig eierskap, fremmedkapital, informasjonsasymmetri og digitalisering, oppstart og vekst, kapitalvirkemidler og kapitalbeskatning. Kapittel 4 til 8 handler om disse temaene og relaterte undertema. Økonomiske og administrative konsekvenser av utvalgets anbefalinger belyses i kapittel 9.

2.3 Tidligere offentlige utredninger

En rekke offentlige utredninger og ekspertgrupper har de siste 30 årene drøftet det norske kapitalmarkedet eller vurdert spørsmål knyttet til kapitalmarkedenes funksjonsmåte og kapitaltilgangen for norsk næringsliv. Tidligere utredninger indikerer at kapitalmarkedet i hovedsak fungerer godt, men at det på ulike områder er rom for forbedringer som kan bedre markedets funksjonsmåte. De tre nyeste og mest relevante utredningenes hovedsynspunkter knyttet til kapitalmarkedet i Norge og tilgangen til kapital er omtalt nedenfor. Utvalget har ikke gått inn på hvilke av utredningenes anbefalinger som har blitt fulgt opp og de eventuelle effektene av dette. Gjennomførte endringer og tiltak vil likevel kunne gjenspeiles i hvordan det norske kapitalmarkedet fungerer i dag.

Produktivitetskommisjonen, som hadde i oppgave å vurdere produktivitetsutviklingen i Norge og foreslå tiltak for å øke den, mente at kapitalmarkedet i Norge er åpent og rimelig velfungerende. Staten er etter kommisjonens syn imidlertid en tyngre aktør i kapitalmarkedet enn i andre land, og det private eierskapet er fragmentert og begrenset. I tillegg er næringslivet i for liten grad preget av internasjonale vekstbedrifter, tilstedeværelse i vekstmarkeder, immateriell kapital og teknologisk utvikling som utnytter global kunnskap.

Videre mente kommisjonen at tilgang til kapital kan være mest utfordrende for små oppstarts- og vekstbedrifter, og at det er et behov for mer kompetent kapital og mangfold i eierskapet. Dette ville etter kommisjonens syn kunne øke sannsynligheten for at vekst- og kompetansebedrifter kan videreutvikles i Norge. Med *kompetent kapital* menes aktivt eierskap med kompetanse til å finne og utvikle nye bedrifter. Det private eierskapet kan etter kommisjonens vurdering styrkes gjennom omlegginger i skattesystemet, som i dag har en skattefavorisering av eiendom, og gjennom et mer konsentrert statlig eierskap. Endelig mente kommisjonen at det offentlige engasjementet i kapitalmarkedet burde fokusere på områder der det kan være markedssvikt. Samtidig ble det fremholdt at det ikke kunne pekes på noen klare indikasjoner på markedssvikt som ikke allerede var dekket med eksisterende virkemidler for kapital til virksomheter i etableringsfasen.[2]

Skatteutvalget, som også er omtalt som Scheel-utvalget, ble satt ned for å vurdere selskapsbe-

[2] NOU 2015: 1 og NOU 2016: 3

skatningen i lys av den internasjonale utviklingen. Utvalget viste til at Norge har velfungerende kapitalmarkeder, og at norske bedrifters tilgang til lån og oppstartskapital er på linje med det man finner i sammenlignbare land. Utvalget foreslo en rekke endringer i skattesystemet, blant annet i selskapsskatten, utbytteskatten og formuesskatten, som etter utvalgets syn var av betydning for kapitaltilgang og kapitaleiere.[3]

Sandmo-utvalget var et ekspertgruppeutvalg som ble satt ned for å utrede ulike måter å gjøre Norges kapitalstyrke til et konkurransefortrinn for norsk konkurranseutsatt næringsliv. Ekspertgruppen mente at det var umulig å avgrense hva som er konkurranseutsatt virksomhet, ettersom næringsstrukturen utvikler seg over tid i takt med endringer i teknologien. Denne utviklingen er vanskelig å forutse, og følgelig er det også vanskelig å forutse hvilke næringer som eventuelt burde få spesielle privilegier i form av økt tilførsel av statlig kapital. De fant ikke tilstrekkelig belegg for å hevde at det samlet sett er knapphet på kapital i norsk næringsliv. Videre pekte de på at svikt i kapitalmarkedet i en del tilfeller kan lede til for lav kapitaltilførsel til samfunnsøkonomisk lønnsomme prosjekter, men at det ikke er noen god løsning å opprette fond som skal øke kapitaltilgangen til norsk næringsliv i slike situasjoner. En bedre løsning er etter utvalgets syn ordninger rettet mot den spesifikke markedssvikten. Ekspertgruppen viste for øvrig til at det allerede er opprettet en rekke statlige ordninger, som er begrunnet med knapphet på kapital i tidligere faser, og at man fremfor å opprette nye ordninger eventuelt burde se på innretningen og omfanget av de eksisterende ordningene.[4]

2.4 Innspill til utvalget

Utvalget har ønsket å høre fra aktører som har praktisk kjennskap til markedets funksjonsmåte, samt erfaring og synspunkter rundt eventuelle utfordringer og forbedringsmuligheter. Utvalget har mottatt en rekke innspill fra aktører med ulike roller i kapitalmarkedet, herunder bedrifter som søker kapital og kapitaleiere som søker å investere kapital. I tillegg har utvalget fått innspill fra møteplasser, tilretteleggere og regulatorer, jf. også kapittel 1.5.

Innspillene omfatter et bredt spekter av problemstillinger knyttet til kapitalmarkedets virkemåte og norske bedrifters tilgang til kapital. Enkelte problemstillinger og momenter har gått igjen i mange av innspillene utvalget har mottatt. Disse er omtalt i listen nedenfor. En oversikt over alle som har gitt innspill til utvalget finnes i vedlegg 1.

Det understrekes at innspillene som er gjengitt nedenfor, må regnes som synspunkter som i varierende grad er dokumentert eller underbygget. Innspillene har likevel gitt utvalget en pekepinn på hva som oppleves som utfordringer for aktører som opererer i kapitalmarkedet, og hvor det kan være potensial for forbedringer.

Hovedmomenter i innspillene utvalget har mottatt er:

- Mange fremholder at det er ikke generell mangel på kapital i Norge, og at kapitaltilgangen for store deler av næringslivet oppleves som tilfredsstillende, men at noe av kapitalen kanaliseres feil.
- Mange mener at kapitalmarkedet i Norge i all hovedsak fungerer godt, særlig for modne/noterte bedrifter.
- Flere trekker frem at det er utfordringer for bedrifter i tidlige faser, fra pre-såkorn-fasen til venture og tidlig ekspansjon. Dette er faser der kapitalmarkedet er begrenset, og der det kreves investeringsmiljøer med høy kompetanse, samt vilje og kapitalstyrke til å ta betydelig risiko.
- Flere mener at det for kapitaltilgang i tidlig fase er viktig med statlig medvirkning for å mobilisere privat kapital. I tilknytning til dette bør også det offentlige virkemiddelapparatet forsterkes og/eller spisses.
- Det fremholdes at særnorske kapitalkrav for bankene kan ha en negativ effektiv på kapitaltilgangen for næringslivet i Norge. Dette kan føre til redusert tilgang til kapital og/eller dyrere finansiering. Innføring av en SMB-rabatt[5] fremholdes som positiv, men det påpekes at den ikke vil ha betydning for en stor andel av bankene dersom dagens kapitaldekningsregler for øvrig beholdes.
- Det påpekes at reguleringene av pensjonsmarkedet i Norge oppleves som for strenge, blant annet ved at pensjonsforetakene og livselska-

[3] NOU 2014: 13

[4] *Kapitaltilgang og økonomisk utvikling* (2014). https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/kapitaltilgang-og-okonomisk-utvikling/id106089/.

[5] SMB-rabatten innebærer at innenfor det europeiske kapitalkravsregelverket (CRR) kan banklån til foretak som er klassifisert som SMB (små og mellomstore bedrifter) få redusert risikovekt i beregningsgrunnlaget for kapitalkravet sammenlignet med foretak som ikke er klassifisert som SMB.

pene pålegges å forvalte pensjonskapitalen med uforholdsmessig lav risiko, noe som i praksis medfører en svært lav aksjeandel i investeringene.
- Det fremholdes at det er mangel på langsiktig kapital og kompetente eiermiljøer i Norge, særlig i distriktene.
- Det trekkes frem at tilgangen til offentlige kapitalvirkemidler og virkemiddelapparatet i seg selv oppleves som uoversiktlig.
- Det påpekes at utviklingen av folkefinansiering i Norge synes å bli hemmet av et forsinket og lite oversiktlig regelverk. Stadig flere land stimulerer dette ved å etablere egne regelverk for folkefinansiering.
- Det trekkes frem at det ikke er mange nok eller gode nok møteplasser for kapitalsøkere og -tilbydere i markedet for vekstkapital.
- Mange mener at for mye kapital i Norge kanaliseres mot eiendomsinvesteringer fremfor investering i andre deler av næringslivet, blant annet på grunn av skattefavoriseringen av eiendom som finnes i dag.
- Flere fremholder at formueskatten har uheldige virkninger, særlig for små og mellomstore bedrifter, blant annet fordi den kan redusere norske investorers evne og vilje til å investere.
- En del mener de opplever for mye uforutsigbarhet i utligning av den kommunale eiendomsskatten for bedrifter.

I forbindelse med utvalgsarbeidet ble det sendt en spørreundersøkelse til om lag 300 personer med roller enten som bedriftseier, bedriftsleder, bedriftsrådgiver, investor, långiver, offentlig virkemiddelaktør, bedriftsorganisasjon eller styremedlem. Det var kun 67 personer (22 prosent) som svarte på undersøkelsen. Dette er for få svar til å kunne gi meningsfulle resultater av undersøkelsen. Svarene inneholdt også tekstinnspill. Disse er behandlet som øvrige innspill til utvalget.

2.5 Utvalgets prioriteringer og utredningens struktur

Tilgang til kapital er en nødvendig forutsetning for omstilling i og utvikling av næringslivet. Et velfungerende kapitalmarked bidrar til effektiv ressursbruk og et produktivt næringsliv. For at norsk næringsliv skal kunne omstille seg, må det ligge til rette for at ressurser flyter godt fra mindre lønnsomme til mer lønnsomme bedrifter, blant annet ved at det mobiliseres og kanaliseres kapital til næringslivet. Det er en rekke forhold som må ligge til rette for at kapital kan kanaliseres dit hvor den kaster mest av seg, blant annet må eierskifter av virksomheter fungere effektivt. I et velfungerende kapitalmarked vil også husholdningene og andre kapitaltilbydere kunne optimalisere sine kapitalplasseringer med sikte på å oppnå høyest mulig risikojustert avkastning.

Myndighetene legger til rette for et effektivt kapitalmarked gjennom blant annet å sørge for finansiell stabilitet og ved å bidra til at aktørene i markedet har tillit til det finansielle systemet. Gjennom EØS-avtalen har Norge mye av den samme reguleringen av kapitalmarkedet som EU-landene. Det bidrar til bedre kapitalflyt også på tvers av landegrensene. Staten er i tillegg en betydelig aktør i det norske kapitalmarkedet gjennom det direkte eierskapet, Statens pensjonsfond Norge og ulike offentlige virkemidler som såkornfond og låne- og garantiordninger.

Det er samtidig en rekke andre forhold som påvirker hvor effektivt kapitalsøkere kobles med dem som besitter kapital. Det avhenger blant annet av investorers og långiveres tilgang til informasjon om forventet lønnsomhet og risiko. I tillegg er konkurransen mellom tilbyderne og i hvilken grad kapitalen er mobil over landegrenser og mellom regioner av betydning. Reguleringen av finansmarkedene og finansinstitusjonene spiller også inn. Det samme gjør skatter og avgifter.

Utvalgets helhetsvurderinger og prioriteringer

Tidligere utredninger fremholder at kapitalmarkedet i Norge i all hovedsak fungerer godt, men på noen områder og i visse delmarkeder er det rom for forbedring. Deler av næringslivet mener at tilgangen til kapital ikke er god nok for alle segmenter, og innspillene utvalget har mottatt, viser at det finnes en rekke momenter som kan være med på å redusere næringslivets tilgang til kapital. Utvalget støtter i sin helhetsvurdering av kapitalmarkedet i Norge hovedkonklusjonen til tidligere utvalg. Norge er et rikt land og det norske kapitalmarkedet fungerer i all hovedsak godt. Likevel er det rom for forbedring av markedets effektivitet, særlig innenfor visse delmarkeder.

Utvalget mener at det er visse trekk ved den norske økonomien som kan være med på å påvirke kapitalmarkedet i Norge. Blant annet har Norge en svært formuende stat, et begrenset omfang av sterke og private eiermiljøer, samt vesentlig mindre privat, industrielt eierskap enn for eksempel Sverige. Utviklingen av norsk næringsliv har siden 1970-tallet i stor grad vært

preget av petroleumssektoren. Denne og relaterte næringer har vært fremtredende når det gjelder investeringer, sysselsetting og verdiskaping. Den svært lønnsomme petroleumssektoren har trukket til seg kompetanse og kapital som ellers kunne blitt investert i andre sektorer, som for eksempel informasjonsteknologi eller livsvitenskap. Sterk lønnsvekst og kostnadspress i oljesektoren frem til oljeprisfallet i 2014, bidro til å svekke den relative konkurranseposisjonen for øvrige næringer. I tillegg er norsk næringsliv preget av næringsmessig konsentrasjon i og rundt andre naturressursbaserte næringer, og består i stor grad av små og mellomstore bedrifter som er spredt utover landet. Disse har i all hovedsak ikke tilgang til internasjonale kapitalmarkeder. I stedet er de gjerne avhengige av privat, norsk kapital for å kunne etablere seg og vokse.

Samtidig er verden i stadig endring, og kapitalmarkedet blir påvirket av blant annet økt internasjonalisering og digitalisering. Hva som er et godt, fungerende kapitalmarked i dag, er derfor ikke nødvendigvis det i fremtiden. Aktørene i og reguleringen av det norske kapitalmarkedet må utvikles for å forbli et godt marked. Der det er et forenklingspotensial for å øke effektiviteten, enten gjennom endret regulering eller på annen måte, bør dette realiseres. Dette er viktige momenter bak utvalgets prioriteringer, herunder valg av emner og problemstillinger det har valgt å se nærmere på.

Utredningens struktur

Utvalget har valgt å gå i dybden på følgende problemstillinger i følgende kapitler:

Kapittel 4 omhandler temaet tilgang til egenkapital. Her sees innledningsvis på kapitaltilgang og eierstruktur i det noterte og unoterte markedet for egenkapital i Norge. Pensjonskapital spiller i dag en beskjeden rolle som egenkapitalkilde for norsk næringsliv. Utvalget ser derfor nærmere på årsakene til dette og drøfter hvordan en kan legge bedre til rette for egenkapitalinvesteringer for pensjonssparere som ønsker det.

Et trekk ved kapitalmarkedet i Norge er at staten samlet sett spiller en vesentlig større rolle enn det man ser i andre land det er naturlig å sammenligne seg med. Staten er en stor investor, og statens kapitalinvesteringer er gjerne bundet opp i en viss type bedrifter. Utvalget ser derfor også på det offentlige eierskapets rolle i kapitalmarkedene i kapittel 4. Utvalget har ikke særskilt vurdert formuesforvaltning gjennom Statens pensjonsfond, men omtaler kort virkninger på kapitaltilgang. Tilgang på risikokapital for oppstarts- og vekstbedrifter samt tilgang på kapital fra offentlige støtteordninger omtales i eget kapittel.

Utvalget drøfter i kapittel 5 tilgang til fremmedkapital. Fremmedkapitalmarkedet er også en viktig del av finansieringen av norsk næringsliv. Den viktigste kilden til lån til foretakene er bankene. Banksektoren har vært gjennom store reguleringsendringer i etterkant av finanskrisen i 2008–2009, og det norske markedet for sertifikater og obligasjoner har vokst de siste årene.

Informasjonsasymmetri er den viktigste markedssvikten i kapitalmarkedet. Tiltak som bidrar til å redusere informasjonsasymmetri, kan ha stor effekt på tilgang til og prising av kapital i finansmarkedene. Myndighetene kan spille en aktiv rolle ved å tilrettelegge og regulere markedet slik at problemene med informasjonsasymmetri blir redusert. Ny teknologi vil dessuten kunne få stor betydning for hvordan informasjon samles og brukes. Det vil kunne ha store konsekvenser for kapitalmarkedets virkemåte og gi rom for helt nye finansieringsformer. Kapittel 6 omhandler derfor ulike problemstillinger knyttet til informasjonsasymmetri, digitalisering og fremveksten av tilknyttede nye finansieringsformer.

Store selskaper med god lønnsomhet har gjerne tilgang til kapital fra flere kilder, både nasjonalt og internasjonalt. Små og mellomstore bedrifter kan derimot i større grad være avhengig av å hente inn egenkapital eller lån i Norge, ofte regionalt eller lokalt, og tilgangen til kapital kan være mer utfordrende. Utvalget vurderer tilgang til finansiering til ikke-finansielle foretak i Norge, med særlig vekt på forventet verdiskapende vekstbedrifter og bedrifter i etableringsfasen som ikke er registrert på etablerte markedsplasser, såkalte unoterte bedrifter. Det offentlige kan spille en rolle i å tilføre kapital i dette unoterte markedet, gjennom tilskudd eller gjennom markedsbasert finansiering der markedet svikter, og statens kapitalvirkemidler fremheves ofte som betydningsfulle for visse deler av næringslivet. Kapittel 7, «Oppstart, vekst og offentlige virkemidler», omhandler disse temaene.

Skatt påvirker lønnsomheten ved ulike investeringer og kan derfor påvirke kapitaltilgangen til norske bedrifter og kapitalallokeringen i samfunnet. I kapittel 8 vurderer utvalget hvordan beskatningen av norske eiere påvirker næringslivets tilgang til kapital. Utvalget har, fremfor å foreta en full gjennomgang av den norske kapitalbeskatningen, valgt ut de elementene som det har vurdert

som mest relevante for næringslivets kapitaltilgang.

Nytte og kostnader ved utvalgets anbefalinger belyses i kapittel 9, «Økonomiske og administrative konsekvenser».

Kapittel 3
Kapitalmarkedet i Norge

Med kapitalmarkedet mener utvalget i denne utredningen markedet for finansiell kapital. Kapitalmarkedet er på sett og vis ikke ett marked, men består av en rekke delmarkeder. Utvalget er særlig opptatt av tilgang til finansiering for ikke-finansielle foretak i Norge. Finansiering av husholdninger og offentlige formål er ikke vurdert.

Norge er en integrert del av et internasjonalt finansielt system. Utvalget mener likevel at det gir mening å snakke om *et norsk kapitalmarked*. Norske bedrifter henter i overkant av 75 prosent av sin kapital fra norsklokaliserte kapitalkilder.[1] Norske husholdninger har om lag 95 prosent av sine finansielle eiendeler i fordringer mot norske sektorer.[2] Dette reflekterer en favorisering av hjemmemarkedet («home bias», som man observerer i de fleste land), selv om det i moderne finansteori argumenteres for best risikojustert avkastning i globale porteføljer. Det er grunn til å tro at hjemmemarkedsfavorisering er særlig viktig for investeringer i unoterte finansielle produkter og for investeringer i små og mellomstore bedrifter.

Det norske kapitalmarkedet har vært drøftet i en rekke offentlige utredninger de siste 30 årene, se kapittel 2.3. Et gjennomgående resultat er at det norske kapitalmarkedet i hovedsak fungerer godt. Kapitalmarkedene blir imidlertid påvirket av både internasjonalisering og digitalisering, særlig på investor-/tilbudssiden. Dessuten har det foregått store reguleringsendringer i etterkant av finanskrisen i 2008–2009. Rammevilkårene er derfor i endring.

3.1 Kapitalmarkedets funksjon

I denne utredningen drøftes tilgangen til kapital og hvilke faktorer som påvirker denne tilgangen. Gjennomgangen i kapittelet her er inntatt for å definere noen tematiske emner som vil fungere som referanse for den øvrige delen av rapporten.

3.1.1 Kapitalmarkedets formål

Etterspørsel etter kapital oppstår i første omgang fordi virksomheter har finansieringsbehov. Kapitalmarkedet kobler kapitalbesittere og kapitalsøkere ved at virksomheter selger finansielle instrumenter, som for eksempel aksjer og gjeldskontrakter, til investorer.

Kapitalmarkedet har tre formål: 1) å kanalisere og samle kapital, 2) å omfordele og spre risiko, og 3) å verdsette økonomisk virksomhet.[3]

Et effektivt kapitalmarked er en nødvendig forutsetning for en velfungerende økonomi. Markedssvikt kan oppstå dersom et kapitalmarked ikke evner å oppfylle det nevnte formålet på en effektiv måte. Et eksempel på markedssvikt er asymmetrisk informasjon, der skjev fordeling av informasjon mellom markedsaktører kan føre til ineffektiv fordeling av risiko. Regulering og offentlige inngrep kan derfor være nødvendig for velfungerende markeder.

Kapittelet gjør også rede for premissene for utvalgets vurderinger og anbefalinger:

- Regulering og overvåkning skal bidra til velfungerende markeder.
- Det offentlige kan bidra til å redusere markedssvikt, men offentlige midler skal bare brukes dersom det gir en samfunnsøkonomisk gevinst.
- Tidsperspektiv og risikovilje påvirker hvilke verdipapirer det er optimalt å investere i.
- Offentlige inngrep kan bidra til å redusere usikkerhet, men risiko er ikke en markedssvikt. Den samfunnsøkonomiske kostnaden ved risiko blir ikke borte selv om myndighetene overtar den.

[1] 4. kvartal 2016: 77,6 prosent. Kilde. Finansregnskapet, Statistisk sentralbyrå.

[2] 4. kvartal 2016: 94,3 prosent. Kilde. Finansregnskapet, Statistisk sentralbyrå. Merk at offentlig forvaltning i samme periode hadde 25,7 prosent av sine finansielle eiendeler investert i norske sektorer.

[3] Bøhren, Ø., Michaelsen, D. og Norli, Ø. *Finans. Teori og Praksis.*

3.1.2 Virksomheters finansiering

Bedrifter som henter inn egenkapital, gir investorene en eierandel, som oftest i form av aksjer, i bedriften. I et aksjeselskap er det aksjeeierne som eier selskapet. Aksjeeierne bærer den største økonomiske risikoen i selskapet fordi kravet deres til avkastning først kan innfris etter at alle andre interessenter har fått sine krav (lønn til ansatte, skatt til staten, renter til kreditorer og så videre). Eiernes ansvar er likevel begrenset til aksjekapitalen de har skutt inn, siden de ikke kan pålegges å betale mer inn til selskapet.[4] Graden av styringsrett er normalt definert ut fra hvor mye egenkapital man eier, det kan utstedes egenkapitalformer med ulik grad av styringsrett.

Eierne har rett til sin andel av selskapets overskudd. Selskapet kan enten utbetale dette i form av utbytte eller holde utbyttet tilbake for videre drift. Utbytte bestemmes av selskapets generalforsamling etter forslag fra styret, men under visse vilkår.

Egenkapitalandeler er normalt omsettelige. Graden av omsettelighet øker vanligvis ved børsnotering (se avsnitt om børs i punkt 3.1.6). I noterte aksjeselskaper med lønnsomme investeringsmuligheter vil investorene ofte forvente å få det meste av avkastningen av egenkapitalinvesteringen i form av verdiøkning på aksjene.

En alternativ finansieringskilde er gjeld, også kalt fremmedkapital. En gjeldskontrakt kan typisk være en obligasjon eller en låneavtale som minimum spesifiserer rente-, avdrags-, og pantsettelsesbetingelser. For å øke sikkerheten for fremmedkapitalen gir gjeldskontrakter ofte betinget kontroll og/eller fortrinnsrett ved konkurs. Dette vil si at konkursboet først skal forsøke å innfri fremmedkapitalen før den fordeler penger til egenkapitaleierne. Prioritet i konkursboet er normalt presisert i gjeldskontrakten. Lavere prioritet gir som regel høyere risiko og dermed krav om større avkastning (rente).

For å redusere risikoen ved å låne ut penger er fremmedkapital ofte knyttet til pant, som er retten til å overta en gitt eiendel dersom lånet ikke innfris. Det vanligste er pant i fast eiendom, men også andre verdigjenstander og verdipapirer kan være grunnlag for pant. Banker vil i tillegg ha fleksibilitet til å reforhandle lån dersom kunden ikke oppfyller sine forpliktelser.

Fremmedkapital har førsteprioritet ved konkurs og har derfor lavere risiko enn egenkapital. Gitt at en investor kan estimere konkurssannsynligheten i selskapet, er avkastningen på et lån enklere å forutsi enn på egenkapitalen. For nye bedrifter kan tilgangen til fremmedkapital være vanskelig, særlig om man ikke kan tilby omsettelige eiendeler i pant.

Fremmedkapital kan både hentes inn fra finansinstitusjoner, typisk banker, eller direkte fra markedet gjennom utstedelse av sertifikater (løpetid under ett år) og obligasjoner (løpetid over ett år). Markedsfinansiering krever relativt store beløp, har typisk høye faste kostnader, men kan ha lavere rente enn finansiering i bank. Markedsfinansiering er derfor mest utbredt for større utlån til store virksomheter. Nye finansieringsformer som folkefinansiering og andre digitale plattformer, kan over tid komme til å endre på dette.

En bedrift kan også låne penger fra andre finansielle foretak. Forsikringsselskaper vil ofte ha kapital de ønsker å plassere i fordringer med lav risiko og fast avkastning. Typisk vil dette være lån med lengre bindingstid. En annen utbredt låneform er langtidsleie av kapitalgjenstander, såkalte leasingkontrakter.

Offentlige låneordninger er særlig aktuelle hvis det er grunnlag for å tro at det er vesentlig markedssvikt eller fordi myndighetene ønsker å subsidiere adferd ved å påta seg risiko markedet ikke vil ta. Slike lån vil normalt bli gitt med lavere rente enn det markedet ville tilbudt med samme type sikkerhet, og med lengre løpetid eller høyere lånebeløp enn sikkerheten normalt ville gitt adgang til.

Fremmedkapitalfinansiering kan skje både i nasjonal og utenlandsk valuta. Dersom man finansierer seg i en annen valuta enn man har løpende inntekter i, får man en valutakursrisiko. Hvis man sikrer seg mot valutarisiko gjennom å inngå valutasikringstransaksjoner, vil typisk kostnaden ved valutasikring bidra til at renteforskjellen mellom lån i ulik valuta bli borte.

I kapitalmarkedet tilbys det et spekter av ulike produkter som gjør det mulig å kjøpe og selge risiko. Eksempler på slike produkter er derivatkontrakter, som er kontrakter om kjøp av et verdipapir eller annet produkt for leveranse frem i tid, og opsjoner, som er kontrakter om rett, men ikke plikt, til å kjøpe et verdipapir eller et annet produkt på et fremtidig tidspunkt til en nå avtalt pris.

---

[4] Dette gjelder aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper. I andre selskapsformer, og ved særskilte avtaler, kan eierne være eksponert utover innskutt kapital.

3.1.3 Faktorer som påvirker virksomheters valg av finansiering

Fremmedkapital har noen egenskaper som skiller seg fra egenkapitalfinansiering:

- *Fleksibilitet:* Bruk av bank kan være billigere for å hente inn små beløp. Det er også enklere å endre mengden fremmedkapital enn det vil være å justere egenkapitalen. For mange typer investeringer er det derfor mer hensiktsmessig å bruke fremmedkapital enn å utstede ny egenkapital.
- *Prinsipal-agent-problemer:* Fremmedkapital øker de faste kostnadene gjennom rentebetaling. Det kan virke disiplinerende på dem som står for den daglige driften, og bidra til at det er bedre samsvar mellom interessene til eiere og ledelse. Samtidig får långiver kun avtalt rente og ikke del i bedriftens overskudd og har derfor en annen motivasjon relatert til bedriftens økonomiske fremtid enn aksjeeierne normalt vil ha. Dette kan virke risikoreduserende for virksomheten.
- *Skatt:* I motsetning til avkastning på egenkapitalen vil rentebetaling på fremmedkapital komme til fradrag fra overskuddet i selskapet og dermed bidra til lavere skatt på bedriftens hånd. Skattesystemets favorisering av fremmedkapital fremfor egenkapital kan derfor påvirke bruk av fremmedkapitalfinansiering.

Siden fremmedkapitalen kommer med forpliktelse om renter og tilbakebetaling, mens egenkapital skal ha en andel av overskuddet, bidrar høyere fremmedkapitalandel til å øke de faste utgiftene i bedriften. Høyere faste utgifter øker sannsynligheten for tap og konkurs.

I et perfekt fungerende kapitalmarked vil verdien av en virksomhet ikke avhenge av finansieringsstrukturen. I faglitteraturen omtales dette som Miller-Modigliani-teoremet. Lavere egenkapitalandel vil øke risikoen for konkurs, men dette blir nøytralisert av en økning i forventet inntjening per aksje. Intuisjonen er at den samlede verdien av fremtidige kontantstrømmer fra den økonomiske virksomheten er den samme, uansett andel av egenkapital og gjeld. I praksis gjør mekanismene ovenfor, som skatt og prinsipal-agent-problemer, til at dette ikke holder.

De fleste virksomheter har en kombinasjon av egenkapital og fremmedkapital. Et gjennomsnittlig norsk børsnotert foretak har om lag 44 prosent egenkapitalandel.[5] Andelen fremmedkapital varierer både mellom næringer, mellom bedrifter innen en næring og mellom bedrifter i ulike stadier av livsløpet.

3.1.4 Investorers kapitalbeslutning

Med investor menes her husholdninger, offentlige myndigheter og ideelle organisasjoner. I mange tilfeller vil imidlertid disse få andre institusjoner til å forvalte pengene for seg, som verdipapirfond eller livsforsikringsselskaper.

En kapitalinvestering gir avkastning over tid. For et rentepapir vil verdien av å holde verdipapiret til forfall stort sett være kjent ved inngåelse av investeringen (selv om markedsverdien kan endre seg over tid og låntakeren kan misligholde betalinger og gå konkurs). Ved kjøp av egenkapital i unoterte foretak er nåverdien vanskeligere å beregne. Fundamental verdi er summen av neddiskontert forventet kontantstrøm til eieren av verdipapiret. For en aksje vil den løpende avkastningen komme i form av utbytte. Neddiskonteringssatsen vil reflektere rentekravet (risikojustert alternativverdi av plasseringen). Høyere forventet avkastning og lavere diskonteringsrente gir høyere pris i dag.

Det er flere faktorer som kan påvirke prisingen av et verdipapir. Kapitalverdimodellen (CAPM) sier at prisen på et verdipapir skal ha sammenheng med hvordan avkastningen samvarierer med markedet som helhet. En annen faktor som kan påvirke prising, er likviditet – sannsynligheten for at man raskt finner en kjøper til riktig pris hvis man ønsker å selge. Likviditet er særlig viktig for en investor som kan få utbetalingsforpliktelser på kort varsel, mens langsiktige investorer kan ha større toleranse for verdipapirer med lav likviditet. Unoterte aksjer handles mindre hyppig, og prisene er vanligvis ikke kjent. Investor kan her utsettes for en betydelig likviditetsrisiko. Aksjehandler i børsnoterte selskaper er viktige for å signalisere markedets løpende vurderinger av et selskaps verdiutvikling og utsikter generelt.

Ved sammenligning mellom ulike investeringsalternativer er det ikke tilstrekkelig å se på forventet avkastning. Man må vurdere forventet avkastning opp mot risiko relatert til inntjeningen. Et mål på slik risikojustert avkastning er Sharperatio, som måler forventet meravkastning utover risikofri rente, relativt til forventet standardavvik for denne avkastningen. Standardavviket sier noe om risikoen til investeringen. Jo høyere risiko, desto større standardavvik.

---

[5] Egenkapital/totalkapital i børsnoterte norske foretak, kilder: Bloomberg og Norges Bank.

Ved investeringsvirksomhet kan man redusere risiko i forhold til forventet avkastning ved å spre investeringen over flere prosjekter. Muligheten til risikoavlastning vil avhenge av hvordan avkastningen på de ulike investeringsprosjektene samvarierer. Jo mindre de samvarierer, desto bedre er muligheten for gjensidig risikoavlastning.

Kapitalverdimodellen viser hvordan man kan sette sammen såkalte optimale porteføljer, som er porteføljer av aktiva som maksimerer avkastning for en gitt risiko. Ved å kombinere investeringer i porteføljer av risikable aktiva med plasseringer som har risikofri avkastning (typisk investering i garanterte innskudd eller i statsobligasjoner) kan hver investor oppnå den avveiningen mellom risiko og avkastning som vedkommende måtte ønske.

I praksis har man bare ufullstendig informasjon om avkastning, risiko og samvariasjon, siden anslag på slike størrelser stort sett bygger på historiske observasjoner som ikke alltid reflekterer fremtiden.

Kapitalverdimodellen vil normalt indikere at en optimal portefølje skal inneholde et bredt spekter av ulike typer verdipapirer. Langsiktige investorer kan ta høyere andel av aktiva som har lavere likviditet eller større prissvingninger på kort sikt hvis forventet langsiktig avkastning er tilstrekkelig høy.

Merk at optimal porteføljeteori vil tilsi at en investor som er basert i et lite marked som Norge, normalt skal ha en forholdsvis stor andel av sine aktiva plassert i utlandet. Videre er det ikke gitt at en investor skal sitte lenge på alle sine plasseringer, selv om investeringshorisonten er langsiktig. Også store, langsiktige fond vil gjøre hyppige endringer for å nå sine mål om risikojustert avkastning. Det er heller ikke gitt at en langsiktig investor skal gå inn i det unoterte aksjemarkedet. For eksempel er verken Statens pensjonsfond utland (SPU) eller Statens pensjonsfond Norge (SPN) investert i slike aktiva i dag.

3.1.5 Institusjoner som fungerer som mellomledd i finansmarkedet

Banker er institusjoner med konsesjon til å utføre et sett av tjenester i kapitalmarkedet. De vil typisk ta innskudd, bistå med betalingstjenester og gi utlån. Banker har dermed en unik tilgang til informasjon, fordi de kan observere både fordringer og gjeld hos kundene. Bankenes historiske forretningsmodell består i å konvertere likvide innskudd med lav rente til langsiktig gjeld med høyere rente. I tillegg vil de tilby innskyterne risikoavlastning, sammenlignet med om de hadde lånt ut kapitalen direkte.

Når man får konsesjon som bank, legges man under et særskilt og omfattende regelverk. Samtidig vil deler av innlånene til institusjonen komme under et sett av eksplisitte (og implisitte) garantiordninger som sikrer innskytere mot tap om banken går konkurs. Innskudd og andre lån til banker har derfor svært lav risiko. Det gir bankene et konkurransefortrinn, siden lav risiko betyr at de kan ta høyere pris (det vil si betale lavere rente) på deler av sin finansiering enn andre institusjoner i kapitalmarkedet.

Banker er viktige aktører i kapitalmarkedet. De kan normalt tilby et bredt spekter av låneprodukter avhengig av bedriftens behov. Som andre fremmedkapitaltilbydere vil også banker ofte kreve pant, særlig hvis lånet er stort og/eller av langsiktig karakter. Krav fra banker har normalt høy prioritet i et konkursbo.

Livs- og pensjonsforsikringsselskaper garanterer store fremtidige utbetalinger til sine kunder i bytte mot løpende innbetalinger fra de samme kundene over lang tid. Summen av innbetalingene akkumuleres i fond som forsikringsselskapet investerer i kapitalmarkedet. Det er viktig for forsikringsselskapets kunder at selskapets investeringsprofil ikke kommer i konflikt med selskapets mulighet til å oppfylle sine løpende forpliktelser. For å sikre dette, er det konsesjonsplikt for forsikringsselskaper. De er under offentlig tilsyn og underlagt et omfattende regelverk.

Investeringsfond er institusjoner som har spesialisert seg på å samle kapital fra investorgrupper og investere disse i verdipapirer eller andre kapitalgoder. Også fond vil stå under tilsyn. Tilsynet vil normalt være mer omfattende for fond rettet mot ikke-profesjonelle aktører.

Fond vil ha forskjellig spesialisering. Venturefond har som spesialitet at de kjøper seg inn i bedrifter i en relativt tidlig fase for å utvikle dem langs en spesiell dimensjon, inntil aksjene selges til andre eiere, bedriften selges eller børsnoteres. Aktive verdipapirfond gjør egenvurderinger av hvilke aktiva som skal ligge i porteføljen, mens passive fond typisk følger en markedsindeks og bare endrer investeringene for alltid å kunne reflektere denne indeksen.

En kapitaleier som ønsker å etablere en portefølje, vil kunne kjøpe andeler hos ulike typer fondsforvaltere eller fra en forvalter som forvalter fond, gjennom en såkalt fond-i-fond-modell. Handel med verdipapirer vil som oftest foregå gjennom meglere. Ulike meglere vil spesialisere seg på ulike former for verdipapirtransaksjoner.

3.1.6 Markedsplasser for verdipapirer

En børs er en offentlig markedsplass for omsetning av verdipapirer. Børsnotering av et selskap kan gi tilgang til kapital for vekst og investeringer og gjøre aksjen mer likvid. Samtidig er børsnotering kostnadskrevende; børsen vil stille krav til selskapet for at dets aksjer skal noteres, slik som regulert rapportering, offentliggjøring av nyheter og behandling av innsidere. Disse kravene sikrer større åpenhet om verdsettingen av verdipapirene.

På en børs vil det foreligge kjøps- og salgspriser. Omsetningsvolumer og priser fra børsen vil være tilgjengelige som offentlig informasjon. Kjøp og salg på børs vil registreres i offentlige registre, i tillegg til i selskapenes egne aksjonærregistre.

Obligasjons- og sertifikatlån har tradisjonelt blitt arrangert av banker og solgt «over disk», det vil si direkte fra megler. Også derivatkontrakter selges ofte direkte over disk.

Etter finanskrisen har det blitt stilt krav om at handler i verdipapirer mellom tradere skal gjøres opp i sentrale motparter («central counterparty clearing house», CCP), for å redusere risikoen knyttet til bilaterale oppgjør. Sentral motparter øker innsynet i dette markedet, men kan skape en ny form for risiko, siden sammenbrudd i denne motparten kan få konsekvenser for et stort antall aktører samtidig. Sentral motparter er under konsesjon og underlagt tilsyn. Det stilles krav til at kundene stiller sikkerhet og marginer for sine posisjoner.

Unoterte aksjer er aksjer som ikke er notert på børs. Selskapet vil fortsatt være registrert i et nasjonalt register og ha bestemte rettigheter og plikter, inkludert et sett av rapporteringskrav. Krav til innsyn i omsetning av aksjer er likevel lavere enn for børsnoterte selskaper. Unoterte aksjer er normalt mindre likvide enn børsnoterte aksjer. På den annen side er det vanligvis enklere for bedriften og investorene å gjøre endringer i kapitalstrukturen.

3.1.7 Markedssvikt, offentlige inngrep og reguleringer

Markedssvikt er hovedbegrunnelsen for at offentlige myndigheter skal gripe inn i private markeder. Markedssvikt er definert som situasjoner hvor markedsløsningen ikke gir den best mulige bruken av samfunnets ressurser. Det gjør at produkter eller tjenester som er samfunnsøkonomisk lønnsomme, ikke blir tilbudt, eller at produkter eller tjenester blir tilbudt i en grad som skader samfunnet som helhet.

Fire eksempler på markedssvikt er:

- naturlig monopol – markeder hvor det ikke er plass til mer enn én leverandør.
- offentlige goder – markeder hvor det ikke er kostnadseffektivt å skille mellom betalende og ikke-betalende brukere.
- eksterne virkninger – markeder hvor hele verdien (ved et positivt eksternt gode) eller kostnaden (ved et negativt eksternt gode) ikke reflekteres i prisen som produsenten tar, eller profitten produsenten sitter igjen med.
- informasjonssvikt – markeder hvor kjøperen ikke kan skille mellom riktig og gal informasjon fra selgeren, eller vice versa.

Markedssvikt er hovedbegrunnelsen for den sterke reguleringen av kapitalmarkedet. Andre offentlige inngrep er en sentralbank med monopol på å utstede et allment betalingsmiddel og et finanstilsyn med særskilte overvåkningsoppgaver.

Det offentlige har også tatt en rolle som tilbyder av kapital til ulike grupper. Dette begrunnes stort sett med eksterne effekter. For eksempel tilbyr det offentlige studielån til en lavere pris enn det private markedet for å få flere til å ta høyere utdannelse.

Dokumentasjon av markedssvikt betyr ikke at staten skal konkurrere med private aktører. I mange tilfeller kan markedssvikt rettes opp gjennom regulering, tilsyn eller andre strukturelle grep. Myndighetene skal bare korrigere for markedssvikt dersom tiltaket har positiv samfunnsøkonomisk gevinst, altså dersom inntektene forventes å overstige kostnadene ved tiltaket. Det er også viktig at myndighetenes initiativer ikke i seg selv øker opplevd uforutsigbarhet i markedene.

Direktoratet for økonomistyring har i samarbeid med Finansdepartementet utarbeidet detaljerte retningslinjer for hvordan man beregner samfunnsøkonomisk gevinst.[6] Utredningsinstruksen stiller krav til hvordan forslag til offentlige tiltak skal begrunnes, med utgangspunkt i samfunnsøkonomisk analyse.[7]

3.1.8 Risiko

Risiko er knyttet til usikkerhet om utfall og kan inndeles i ulike typer. Risiko kan for eksempel knyttes til ubalanser mellom kostnad til finansier-

---

6 Direktoratet for økonomistyring. *Veileder i samfunnsøkonomiske analyser*.

7 Finansdepartementet. *Utredningsinstruksen*.

ing og inntektsstrømmer, bedriftens organisering, markedet bedriften opererer i, eller endringer i generelle rammebetingelser.

Risiko knyttet til at fremtidig utfall kan bli bedre eller dårligere enn forventet, er en del av investeringsbeslutningen, og kan aldri fjernes helt. Normalt vil kostnaden ved risiko prises inn i kontrakten. Høyere risiko innebærer lavere pris og dermed høyere potensiell gevinst dersom det blir et heldig utfall.

Det offentlige kan bidra til å redusere uønsket risiko. Offentlig motkonjunkturpolitikk, gjennom finans- og pengepolitikk, vil bidra til å redusere markedsrisiko. God styring og et solid institusjonelt rammeverk vil redusere risikoen knyttet til politiske forhold. Offentlige inngrep spiller derfor direkte inn på prisen og viljen til å gjøre investeringer.

Myndighetene kan, under noen omstendigheter, være bedre i stand til å ta på seg risiko enn private aktører. Ofte vil dette være knyttet til markedssvikt. Når myndighetene tar på seg risiko, blir den ikke borte, men flyttes til nåværende og fremtidige skattebetalere. Skal myndighetene ta på seg risiko, må det derfor rettferdiggjøres gjennom en samfunnsøkonomisk analyse.

Risiko er ikke det samme som markedssvikt. For eksempel er det svært høy risiko knyttet til finansiering av helt ny teknologi, fordi usikkerheten om hvorvidt teknologien senere får gjennomslag, er stor. Men slik usikkerhet er ikke markedssvikt, den er del av en naturlig utvelgelse mellom ulike ideer. Høy konkursrisiko er ikke et selvstendig argument for offentlige inngrep.

3.2 Finanskapital investert i Norge

Avsnittet drøfter sammensetningen av finansielle fordringer i Norge. Vi ser først på totale finansielle fordringer, og går så nærmere inn på finansieringen av ikke-finansielle foretak.

3.2.1 Fordeling av brutto finansielle fordringer

Brutto finansielle fordringer mot norske sektorer er summen av finanskapital investert i Norge. Ved utgangen av 2016 var samlet brutto finansielle fordringer på norske sektorer 28 393 milliarder kroner. Til sammenligning var brutto fordringer i Sverige 54 210 milliarder kroner.[8] Denne fremstillingen er strukturert etter investors krav på sektoren og ikke sektorens finansielle forpliktelser, og derfor er «utsteder» av en fordring den som mottar kapital og «kjøper» den som bidrar med kapital.

Den sektorvise fordelingen er forholdsvis lik i Norge og Sverige. Sverige har noe høyere andel som holdes i private husholdninger og noe lavere i offentlig forvaltning. Om lag 25 prosent av brutto finansielle fordringer på norske sektorer holdes av utenlandske investorer. Om lag 50 prosent av brutto finansielle fordringer holdes i foretakssektoren, hvorav om lag 30 prosent holdes i finansielle foretak. De siste 20 årene har den offentlige andelen av brutto finansielle fordringer som blir investert i Norge, falt ganske markert, fra 16,9 prosent i 1996 til 9,6 prosent i dag.[9] Utlandets andel har steget noe i samme periode.

Foretakssektoren har utstedt om lag 83 prosent av fordringene. Husholdningene har utstedt om lag 12 prosent av fordringene. Dette er i hovedsak gjeld med pant i bolig. Husholdningenes gjeld er noe høyere per innbygger i Norge enn i Sverige. Det offentlige har utstedt om lag 5 prosent av fordringene. I motsetning til i Sverige har norske myndigheter større fordringer på innenlandske sektorer enn de har gjeld. I tillegg kommer privat og offentlig formue i utlandet, som ikke er dekket i tabell 3.1.

3.2.2 Internasjonal kapital og fordringer overfor utlandet

Utenlandsk kapital har spilt en viktig rolle i norsk næringsliv siden tidlig på 1900-tallet. Store norske foretak, som Norsk Hydro og Orkla, ble etablert med svenske, franske og amerikanske investorer.[10] Siden slutten av 1970-årene har regulering av internasjonale kapitalstrømmer blitt bygget ned. Integrasjonen i EU med EØS-avtalen har ytterligere bidratt til dette. Det har gitt grunnlag for mer integrerte kapitalmarkeder.

I en åpen økonomi med perfekt kapitalmobilitet kan det under visse forutsetninger legges til grunn at innenlandsk sparing og innenlandske investeringer er helt frikoblet fra hverandre. Investeringer i Norge vil bli finansiert så lenge de har en avkastning som dekker prisen for kapital på verdensmarkedet. Dersom investeringer avhenger av

8 Dette utgjorde 55 316 milliarder SEK. Kilde: Statistiska Centralbyrån.

9 Tallene viser til kapital investert i det respektive land. Statens pensjonsfond utland er ikke investert i Norge, så det er ikke med her.

10 Se for eksempel Ragnhild Rein Borre og Leiv, R. & Ryalen, L. (2005). Svensk kapital viktig for norsk næringsliv. Statistisk sentralbyrå. Tilgjengelig fra: https://www.ssb.no/virksomheter-foretak-og-regnskap/artikler-og-publikasjoner/svensk-kapital-viktig-for-norsk-naeringsliv

Tabell 3.1 Brutto finansielle fordringer overfor nasjonale sektorer. Tall for Norge og Sverige per 4. kvartal 2016. Fordelt etter kjøper og utsteder.

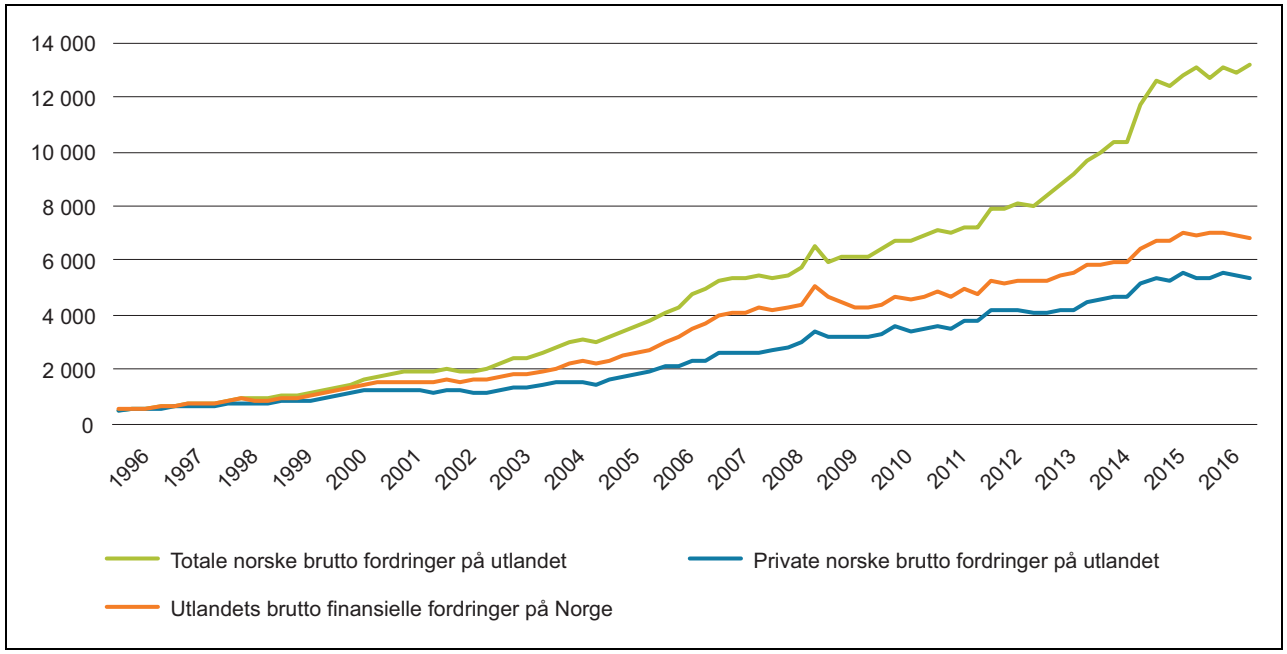
	Norge		Sverige	
Brutto fordringer (milliarder kroner)	28 393		54 210	
Sektorfordeling (prosent)	Kjøper	Utsteder	Kjøper	Utsteder
Husholdninger	14,3	11,6	21,5	6,9
Offentlig	9,6	5,4	5,2	5,2
Ideelle organisasjoner	0,6	0,1	0,6	0,03
Finansielle foretak	29,5	41,8	30,8	45,8
Ikke-finansielle foretak	21,9	41,1	19,4	41,0
Utlandet	24,1		22,5	

[1] Utlandet kan kjøpe nasjonale verdipapirer, men ikke utstede nasjonale verdipapirer. Nasjonale aktører vil også holde utenlandske fordringer. Disse er ikke med i tabellen.

Kilde: Statistisk sentralbyrå, Statistiska Centralbyrån og Norges Bank

innenlandsk kapital for å bli realisert, kan redusert innenlandsk sparing påvirke investeringsomfanget. Visse investeringer kan eksempelvis avhenge av særskilt informasjon hos investoren for å bli gjennomført. Tradisjonelt antas det en viss «home bias», som vil si at investoren er mer tilbøyelig til å investere innenlands fordi det er mer ressurskrevende å opparbeide seg all relevant kunnskap om investeringsprosjekter i andre land.

Brutto norske finansielle fordringer overfor utlandet tilsvarte ved utgangen av 2016 46,5 prosent av samlede brutto finansielle fordringer overfor norske sektorer. I en periode hvor utlandet har økt sine fordringer overfor Norge, har Norge økt sine fordringer overfor utlandet enda mer. I 1996 var norske brutto finansielle fordringer overfor utlandet om lag like store som utlandets brutto finansielle fordringer overfor Norge. Ved utgangen av 2016 var de norske fordringene overfor utlandet nesten dobbelt så store som utlandets fordringer overfor Norge, se figur 3.1. Dette er knyttet til oppbygningen av Statens pensjonsfond utland.



Figur 3.1 Norske fordringer overfor utlandet og utlandets fordringer på Norge. Milliarder kroner. 1996–2016

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 3.2 Fordeling av brutto finansielle fordringer mot norske sektorer. Andel av samlede finansielle fordringer i sektoren ved utgangen av 2016.

	Offentlig sektor	Husholdningene	Ideelle organisasjoner
Volum (milliarder kroner)	2713,6	4048,7	173,2
Fordeling (prosent)			
Kontanter og innskudd	10,1	29,3	38,7
Utlån, obligasjoner og annet	36,9	8,3	6,4
Egenkapitalpapirer	49,6	27,6	54,8
Forsikringstekniske fordringer og pensjon	3,4	34,9	0,1

Kilde: Statistisk sentralbyrå

3.2.3 Finansielle fordringer på tvers av investorgrupper

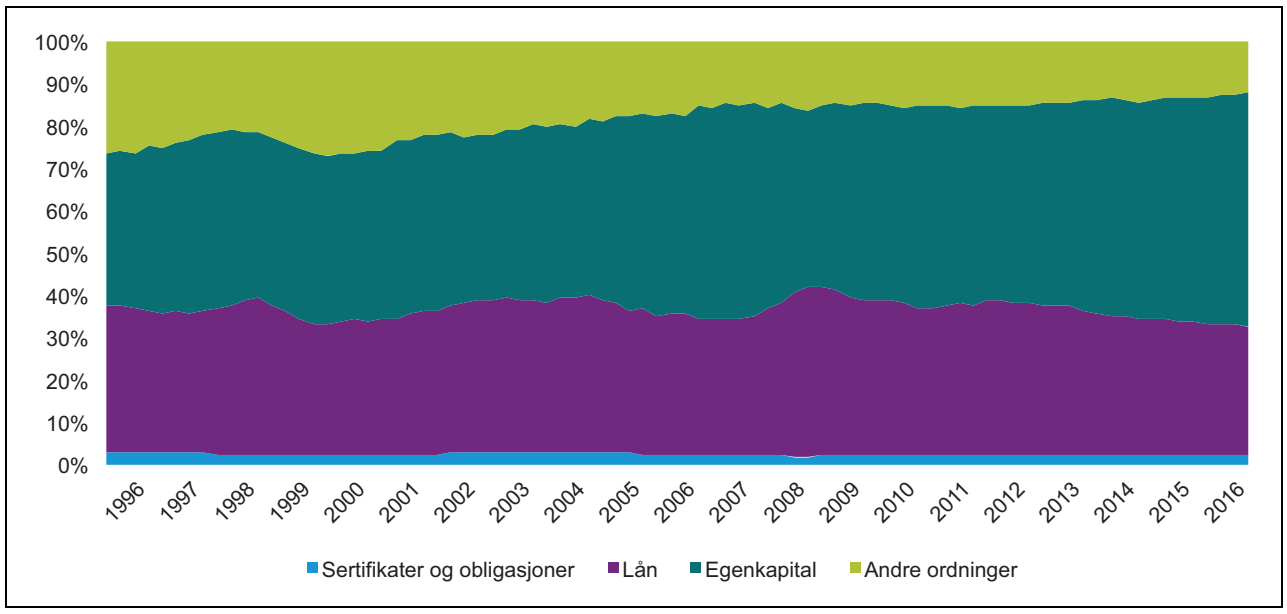
Som diskutert ovenfor vil finanskapital holdes i en rekke former. Husholdningenes finansielle fordringer domineres av bankinnskudd og pensjon- og forsikringstekniske fordringer, mens egenkapitalandeler utgjør litt i underkant av 30 prosent av deres finansielle fordringer, se tabell 3.2. For offentlige myndigheter er egenkapitalandeler om lag 50 prosent av finansielle fordringer overfor norske sektorer. Også for ideelle organisasjoner dominerer egenkapitalandeler.[11]

[11] Notert egenkapital verdsettes til markedsverdi, mens unotert egenkapital verdsettes til bokført verdi.

3.2.4 Foretakenes finansiering

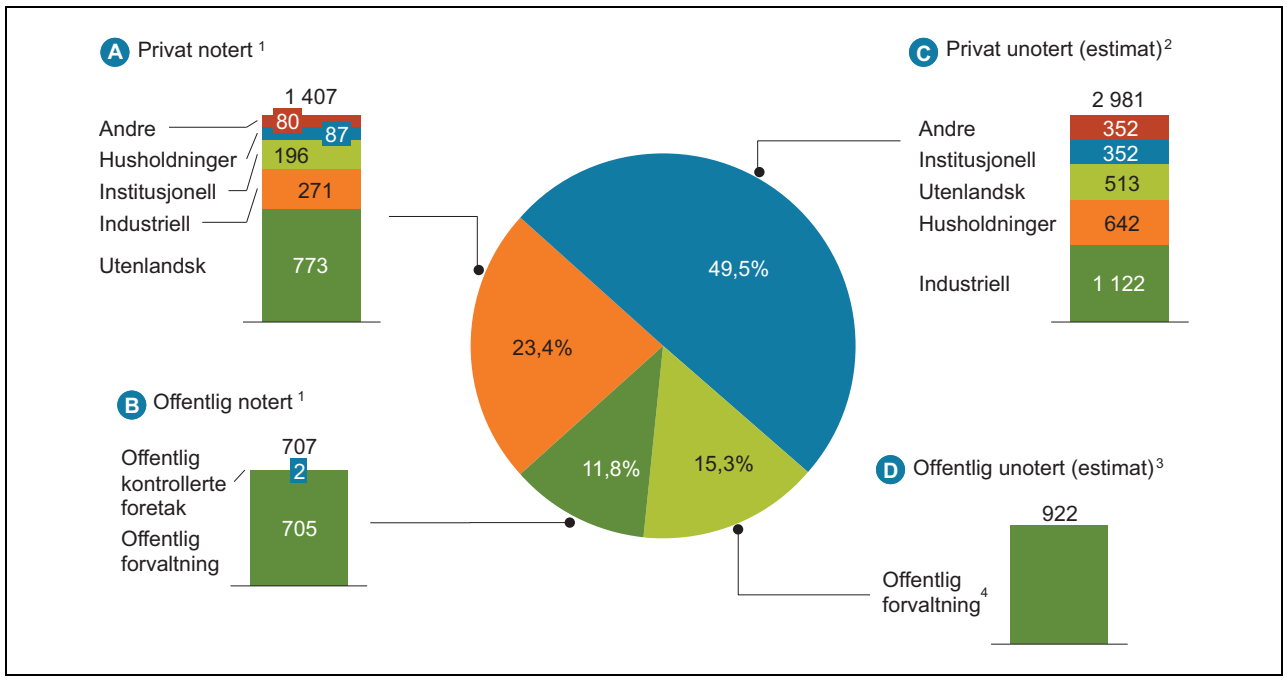
Foretakene kan hente finansiell kapital som fremmedkapital eller egenkapital. Når de henter fremmedkapital, kan de enten gjøre dette gjennom lån fra en finansiell institusjon eller gjennom markedsbaserte løsninger som sertifikater og obligasjoner.

De siste 20 årene har egenkapitalfinansiering økt i betydning relativt til andre finansieringsordninger, herunder skattefordringer, varekreditter og finansielle derivater. Lånefinansieringen har falt noe etter finanskrisen. Til tross for økt bruk av markedsbasert fremmedkapitalfinansiering de siste årene utgjør slik finansiering fremdeles en



Figur 3.2 Fordeling av samlede fordringer som holdes overfor norske ikke-finansielle foretak. Kvartalstall. 1996–2016.

[1] Notert egenkapital føres til markedsverdi. Tall for Norge.
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank[1]



Figur 3.3 Fordelingen mellom noterte og unoterte aksjer fordelt på privat og offentlig eierskap. Milliarder kroner. 2016.

1 Basert på markedsverdi for alle børsnoterte aksjer registrert i VPS ved utgangen av 2016.

2 Kalkulert som bokført egenkapital til alle aksjeselskaper i Norge ved utgangen av 2016, fratrukket bokført egenkapital til noterte aksjeselskaper og egenkapitalen til offentlige unoterte foretak. Fordelingen mellom eiertype er estimert basert på Bøhren, Ø. (2013): «Eierne, styret og ledelsen.»

3 Kalkulert som bokført egenkapital til alle offentlige eide foretak ved utgangen av 2016 (eksludert egenkapital til offentlige forvaltningsenheter), fratrukket egenkapital til noterte offentlige foretak (ekstrapolert fra forhold mellom statseide foretaks bokført egenkapital og markedsverdi).

4 Offentlig forvaltning regnes her som all unotert egenkapital, i fravær av kilder.

Kilde: Verdipapirsentralen i Norge, Statistisk sentralbyrå, Proff, Øivind Bøhren og McKinsey

forholdsvis liten andel av total fremmedkapital i Norge.

Av den noterte egenkapitalen er om lag 33 prosent offentlig eid, mens om lag 67 prosent er eid av private, det vil si av finansielle foretak, ikke-finansielle foretak, husholdninger, utenlandske investorer og andre investorer. Av den unoterte kapitalen er om lag 24 prosent offentlig eid. De resterende 66 prosent er privat eid og fordelt mellom institusjonelle, industrielle og utenlandske investorer, og familieselskaper og husholdninger.

3.2.5 Kapitalintensitet

Kapitalintensitet er et uttrykk for forholdet mellom kapital og andre innsatsfaktorer i produksjonsprosessen.[12] Ser vi på produksjonsfaktorene kapital og arbeid, kan kapitalintensitet defineres som kapitaltjenester per arbeidstime.[13] Kapitalintensitet benyttes ofte i produktivitetsberegninger. Kapitalintensitet og kapitaltjenester er ikke mål som inngår i nasjonalregnskapet, og det er flere utfordringer ved å beregne dette.

Hagelund (2009) bruker kapitalbeholdningen målt i nasjonalregnskapet per arbeidstime som et mål på kapitalintensitet. Dette er en tilnærming han begrunner slik: «Det er betydelige utfordringer knyttet til måling av realkapitalens bidrag til produksjonen. I prinsippet er det volumet av de tjenester som kapitalen gir til produksjonen, som skal inngå. I de beregningene som her er foretatt, antar vi at volumet av kapitaltjenester er proporsjonalt med kapitalbeholdningen slik den anslås i nasjonalregnskapet.» I tillegg kommer måleproblemer knyttet til kapitalbeholdningen som er registrert i nasjonalregnskapet. Dette gjør at kapitalbeholdning per arbeidstime kan benyttes som et tilnærmet mål på kapitalintensitet, men at det bør tolkes med forsiktighet.

Kapitalbeholdningen per arbeidstime i økonomien som helhet har økt gjennomgående siden etterkrigstiden, men med varierende veksttakt.

12 Oxford Dictionary. Definisjon av «intensity».

13 Hagelund, Kåre. Produktivitetsutviklingen i Norge 1948–2009. *Penger og kreditt* (2), 2009.

Frem til midt i 1980-årene økte kapitalintensiteten, og dette bidro til økt arbeidskraftproduktivitet. I 1990-årene flatet veksten i kapitalintensiteten ut, mens den økte igjen fra begynnelsen av 2000-årene. Fra 2006 til 2008 flatet den igjen ut. Det kan ha sammenheng med økt tilbud av relativt billig arbeidskraft fra EU, som kan ha bidratt til at det er lønnsomt med noe mindre kapital per arbeidstime.

Utvalgets vurdering av kapitalintensitet

Utvalget mener at fremtidig kapitalintensitet trolig er økende. Samtidig kan mulighetene til leie av kapitalkapasitet, heller enn kjøp og finansiering, medføre at nye virksomheter og prosjekter lettere kan få tilgang til nødvendig kapital. For mange virksomheter er det i økende grad også en frikobling mellom kapitalintensitet og markedsverdi. Verdien av teknologi, patenter eller merkevare er ikke direkte knyttet opp mot kapital. Samlet sett er likevel spørsmålet om kapitalintensitet såpass omfattende og avhengig av fremtidsvurderinger at det vil kreve en egen gjennomgang.

3.2.6 Husholdningens finansielle tilpasning

Som beskrevet ovenfor holder husholdningene betydelige finansielle fordringer, hvorav om lag en tredjedel er forsikringstekniske fordringer og pensjonssparing. Finansielle fordringer utover pensjon er imidlertid ujevnt fordelt mellom husholdningsgrupper. De 10 prosentene av Norges befolkning som har høyest andel av skattepliktige finansielle fordringer[14], holdt ved utgangen av 2015 77 prosent av samlet brutto finansielle fordringer i husholdningssektoren.[15] De 0,1 prosentene som hadde størst finansielle fordringer, holdt om lag 25 prosent av samlede brutto finansielle fordringer.[16] De med høyest formue hadde større andel av fordringene i 2015 enn i 2004, men endringen i perioden har vært forholdsvis liten.[17]

Brutto finansielle fordringer i «normalhusholdningen» er knyttet til langsiktige sparemål, som igjen er knyttet til inntektssikring gjennom livsløpet. Husholdningenes finansielle tilpasning påvirkes derfor i stor grad av hvordan samfunnet har valgt å organisere forsikringsordninger, boligmarked, pensjon, utdanning og helsevesen:

- Offentlig grunnpensjon reduserer behovet for privat pensjonssparing.
- Skattefavorisering av boligeie medfører økt andel eiendom i sparingen.
- Skattefinansierte forsikringsordninger og offentlig helsevesen med moderate egenandeler reduserer behovet for sikkerhetsmotivert sparing og private forsikringer.
- Offentlig skolevesen av konkurransedyktig kvalitet og med lave egenandeler reduserer behovet for sparing til fordel av barns utdannelse.

Slike ordninger er under endring. Husholdningene vet at offentlige forpliktelser settes under press i vanskelige økonomiske tider. Gode offentlige finanser bidrar til økt tillit til at ordninger opprettholdes over tid. Dårlige offentlige finanser vil gi forventning om økte egenandeler eller høyere skattepress.[18] Tillit til velferdsordninger fra offentlig sektor reduserer sparebehovet i privat sektor.

Interaksjon mellom privat sparing og offentlige ordninger gjør det vanskelig å sammenligne private husholdningers finansielle fordringer mellom land. Forholdsvis små institusjonelle forskjeller kan gi store utslag i tallene.

Boligformuen er relativt jevnere fordelt på tvers av befolkningsgrupper enn finansielle fordringer. Fordelingen av samlet formue er dermed vesentlig jevnere enn om man bare ser på fordelingen av finansielle fordringer. De 10 prosentene av befolkningen som eier 75 prosent av husholdningenes samlede brutto finansielle fordringer, har til sammenligning 24,3 prosent av husholdningenes boligformue. De 50 prosentene som har lavest finansiell formue, sitter med 1,1 prosent av brutto finansielle fordringer i husholdningene, men med 20,8 prosent av boligformuen.

Produktivitetskommisjonen påpeker at det er betydelig fordelsbeskatning av boligformue over finansiell formue. De argumenterer for at en mer balansert beskatning vil kunne øke husholdningens investeringer i finansielle fordringer.[19]

---

[14] Forsikringstekniske fordringer og pensjonssparing er i hovedsak ikke skattepliktige.

[15] Norges Banks beregninger er basert på tall fra Skatteetaten.

[16] Bladet *Kapital* har gjennomført en årlig bransjefordeling av familieformuen til de 400 rikeste i Norge. Et utviklingstrekk fra 2005 til 2017 er at andelen av disse familieformuene som er relatert til shipping, har gått ned (fra 21 prosent til 8 prosent), mens andelen relatert til eiendom har steget (fra 10 prosent til 20 prosent).

[17] Merk at utviklingen i husholdningens finansielle fordringer blant annet kan ha blitt påvirket av endringer i utbyttebeskatning gjennom perioden.

[18] I teoretisk form betegnes dette som *richardiansk ekvivalens*.

[19] NOU 2016: 3, kap 5.4.6

Tabell 3.3 Gjeld som andel av BNP. Prosent. 2016.

	Utvalg av utviklede land	Norge
Offentlig sektor	112,8	42,8
Ikke-finansielle foretak	84,8	116,5
Husholdningene	74,4	105,9
Samlet	272,0	265,2

Kilde: OECD, IMF, BIS, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Kanskje vel så viktig er det at høyere beskatning av bolig kan redusere viljen til å ta opp gjeld på bolig. Boligformue er tett knyttet til gjeld. Norske husholdninger har høy gjeld i forhold til disponibel inntekt, både historisk sett og sammenlignet med nivået i andre land, og forholdsvis høy gjeld i forhold til finansiell formue.[20] Husholdningenes gjeld tilsvarte i 2016 om lag 105 prosent av BNP, mot om lag 75 prosent i et utvalg utviklede land. Total gjeld hos norske aktører (husholdninger, foretak, offentlige myndigheter) tilsvarer 265 prosent av BNP, mot 272 prosent i dette utvalget, se tabell 3.3.

3.3 Regional og lokal kapital

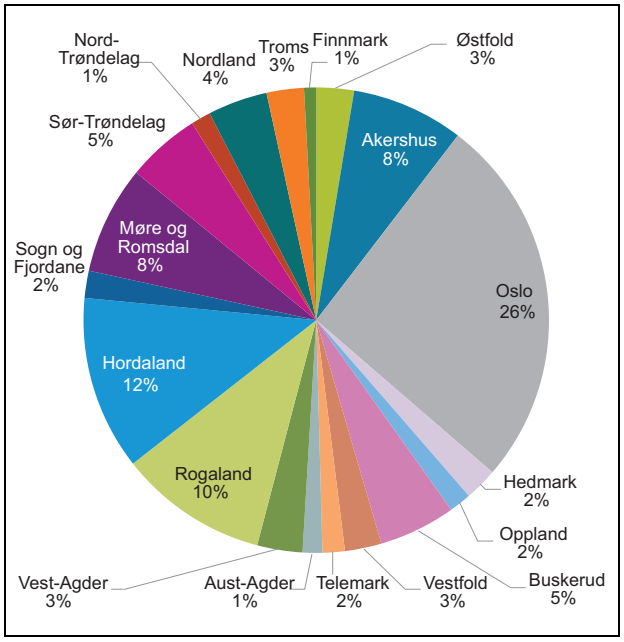
3.3.1 Lokalt og regionalt næringslivs tilgang til lånekapital

I 2016 var totale utlån fra banker, kredittforetak og statlige låneinstitutter til ikke-finansielle foretak på 1 235 milliarder kroner. 88 prosent av disse utlånene kom fra banker. I figur 3.4 er disse lånene fordelt etter lånemottakerens fylke. 26 prosent av lånene ble gitt til mottakere i Oslo, mens henholdsvis 12 prosent og 10 prosent av lånene ble gitt til mottakere i Hordaland og Rogaland. Fylkesfordelingen er i stor grad forklart av fylkenes andel av næringslivets verdiskaping eller sysselsetting, og av næringsstrukturen i fylket.

I figur 3.5 er summene fordelt på antall sysselsatte i privat sektor. Da fremstår Møre og Romsdal som det mest låneintensive fylket, etterfulgt av Oslo, Hordaland og Rogaland. Oppland, Telemark, Østfold og Vestfold har det laveste nivået.

Det er næringsgruppenes *omsetning og drift av fast eiendom* og *utvikling av byggeprosjekter* som har nesten halvparten av utlånene.[21] Disse næringene er særlig store i Oslo og forklarer for en stor del de høye utlånene til Oslo. For Møre og Romsdal er det særlig utlån til bygging av skip og båter, samt transport og fiske som trekker opp, mens Hordaland og Rogaland har høye utlån innen utenriks sjøfart og rørtransport. Kredittforetak står for hele 34 prosent av lånevolumet i Buskerud. Dette er i stor grad knyttet til næringen transport og lagring. Offentlige låneinstitutter har relativt sett størst betydning i Finnmark (9 prosent) og Troms (7 prosent).

Finansnæringen er sterkt geografisk konsentrert og konsentrasjonen har økt over tid. Hovedvirksomheten innen de fleste deler av finans, og de tunge kunnskapsfunksjonene knyttet til finans, er lokalisert i Oslo og Bærum, mens den distribuerte delen av finansnæringen er lokalisert der kundene og næringslivet befinner seg. Oslo og Bærum sto for over 70 prosent av verdiskapingen

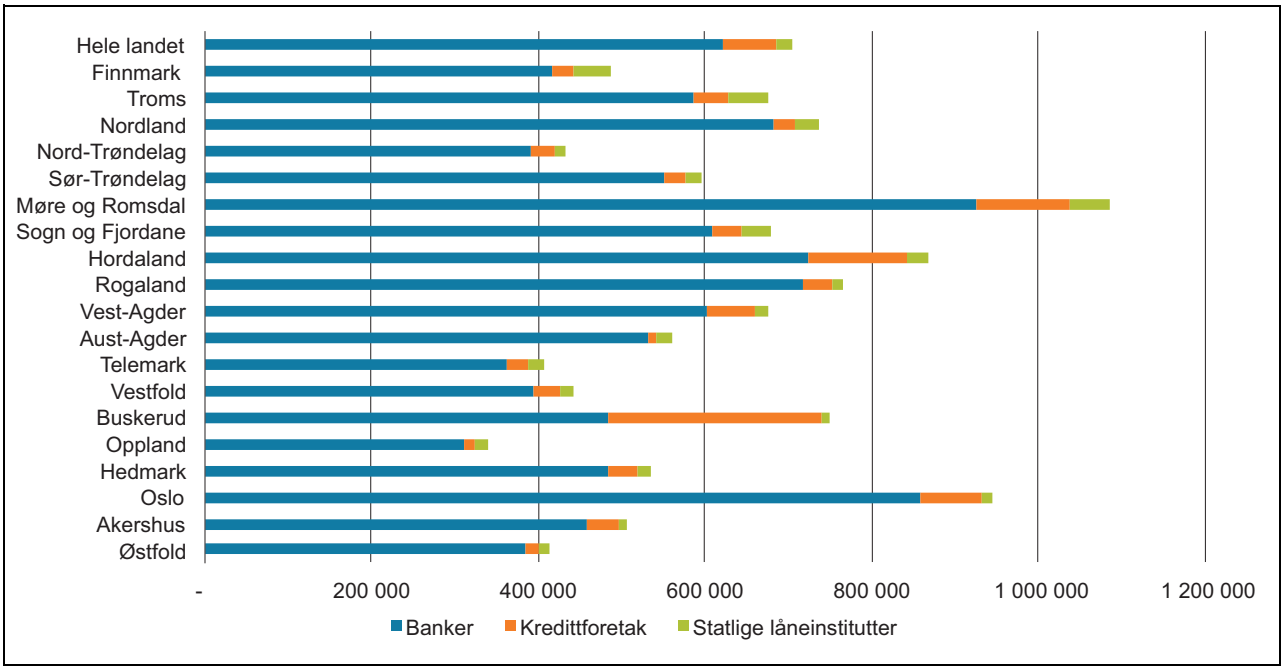


Figur 3.4 Fylkenes andel av låneverdi til ikke-finansielle foretak fra banker, kredittforetak og statlige låneinstitutter. 2016.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

[20] Jf. OECDs statistikk over husholdningenes finansielle formue.

[21] Disse tallene inkluderer også utlån til borettslag.



Figur 3.5 Verdi på lån til ikke-finansielle foretak per sysselsatte i privat sektor og offentlige foretak i 4. kvartal etter utlån fra type finansforetak. Fylker. 2016.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

i finansnæringen i 2009, noe som var en klar økning fra 2001, da andelen bare var vel 50 prosent.[22]

Analysen av det norske bedriftsbankmarkedet viser at forretningsbankene dominerer utlånene i Øst-Viken (med Oslo) med 88 prosent av totale utlån, mens sparebankene er viktigere i de øvrige landsdelene. Sparebankene har sine største utlån på Vestlandet, mens de har sin største andel på Sørlandet med 50 prosent. Andelen til utenlandske banker er også klart størst i Øst-Viken med 45 prosent og lavest i Nord-Norge med 15 prosent.[23] Siden 2007 har utenlandske banker blitt mer konsentrert om næringsbygg og eiendom i storbyene. I resten av landet har utenlandske banker redusert sin markedsandel til fordel for norske banker og kredittforetak.[24]

De lokale og regionale bankene er særlig viktig for småbedriftene i Distrikts-Norge. Nesten halvparten av norske småbedrifter (færre enn 11 ansatte) har lokal- eller regionalbanken som sin långiver. Hele 2 av 3 bedrifter i de minst sentrale kommunene i Norge bruker lokal- og regionalbanken, jf. figur 3.6.[25]

3.3.2 Informasjonsasymmetri og nærhet til banker og utlånsinstitusjoner

Lange avstander mellom tilbyder av kapital og bedriften skaper informasjonsbarrierer og usikkerhet. Det kan gjøre at banker kan vegre seg mot å gi lån til enkeltbedrifter som de ikke kjenner godt nok.

Betydningen av nærhet til banker og utlånsinstitusjoner for næringslivets tilgang til kapital har vært diskutert i ulike studier. Både Stamland, Rud og Mjøs[26] og Grimsby[27] anfører at lokale banker har bedre lokalkjennskap og lettere kan følge opp lokale bedrifter, og dermed har et informasjonsfortrinn ved utlån til disse virksomhetene. Dette har to effekter.

For det første er konsentrasjonen i bankmarkedet høyere og konkurransen lavere i mindre sentrale strøk. Dette gjør at bankene kan utnytte sin informasjonsfordel og markedsmakt ved å ta høyere renter.[28]

For det andre ser det ut til at næringslivet har mindre tilgang til lånekapital i områder uten

22 Reve, T. og Sasson, A. (2012). *Et kunnskapsbasert Norge*.

23 Hetland, O.R., Mjøs, A., Zhang, L. K. (2017). *Det norske bedriftsbankmarkedet. En beskrivende analyse av bankmarkedet for norske bedriftskunder*.

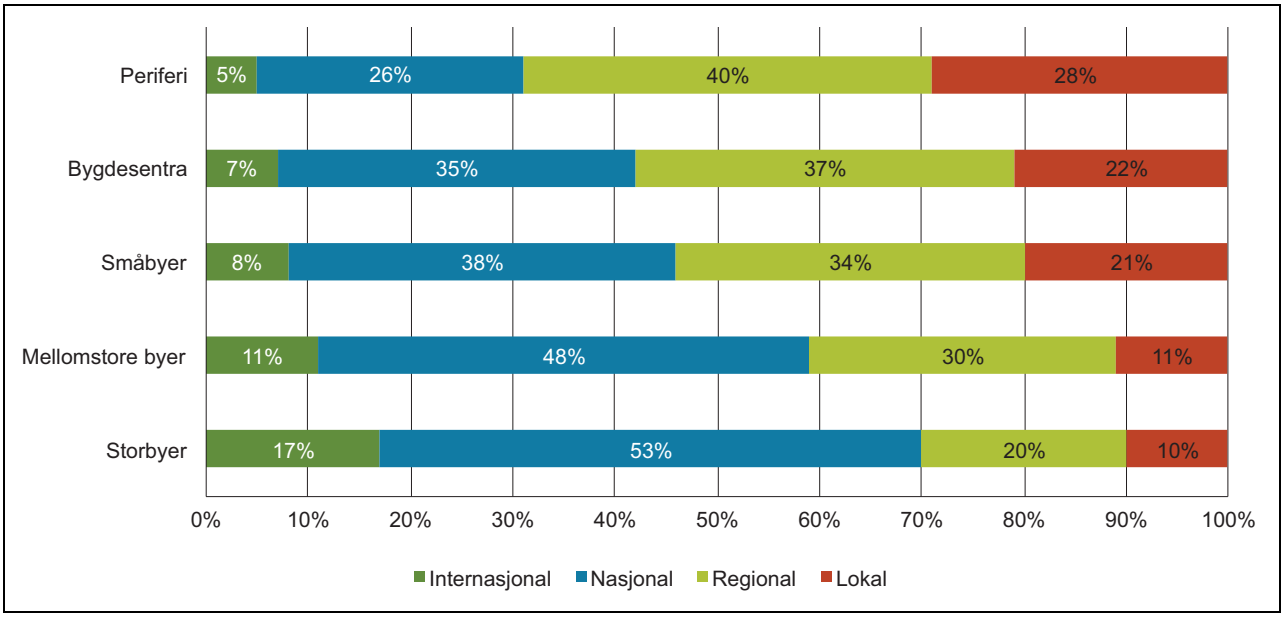
24 Menon (2017). *Hvem finansierer Norge?*

25 Finans Norge (2017). *Uten banken stopper Norge. Bankutlån til norsk næringsliv 2010–2016*.

26 Stamland, T. Rud, L. og Mjøs, A. (2008). *Kapitaltilgangen for SMB i ulike deler av landet*.

27 Grimsby, G. (2015). *Three essays on competent*.

28 Herpfer, C., Mjøs, A., and Schmidt, C. (2017). *The causal impact of distance on bank lending*.



Figur 3.6 Kreditt til ikke-finansielle selskaper fra ulike kilder etter sentralitet. Andeler. 2014.

Kilde: Finans Norge, Menon og Skatteetaten

lokale banker. I kommuner der lokalbanken har en høy markedsandel viser Grimsby at det både er lettere for små bedrifter å få lån og lettere å få mer lån, uten at sannsynligheten for mislighold øker. Stamland, Rud og Mjøs fant at det ble benyttet mindre gjeldsfinansiering utenfor sentrale områder, og konkluderte med at det er mulig at kredittilgangen er svak i forhold til kredittbehovet utenfor sentrale områder.[29]

Analysen av det norske bedriftsbankmarkedet viser at konsentrasjonen på utlånssiden er høyest i Finnmark, Nordland og Hedmark og lavest i Møre og Romsdal og Sør-Trøndelag. Antallet aktive banker er likevel høyt i alle fylker, fra 71 i Finnmark til 152 i Oslo. Dette viser i noen grad at banktjenester ikke betinger fysisk nærhet og slik sett kan være grenseoverskridende. Innenfor pendlerregioner er det høye konsentrasjoner i bankmarkedet i en del mindre sentrale regioner, særlig i Nord-Norge og indre deler av Sør-Norge.[30]

Samtidig viser analysen av det norske bankmarkedet at andelen selskaper med lån er høyest i innlandet og Nord-Norge (begge 41 prosent), mens den er lavest i Øst-Viken (Oslo, Akershus og Østfold) med 24 prosent. Øst-Viken skiller seg også ut som landsdelen der banklån har minst betydning, både når man ser som andel av samlet finansiering og brutto gjeld. Betydningen er størst i Sørlandet.

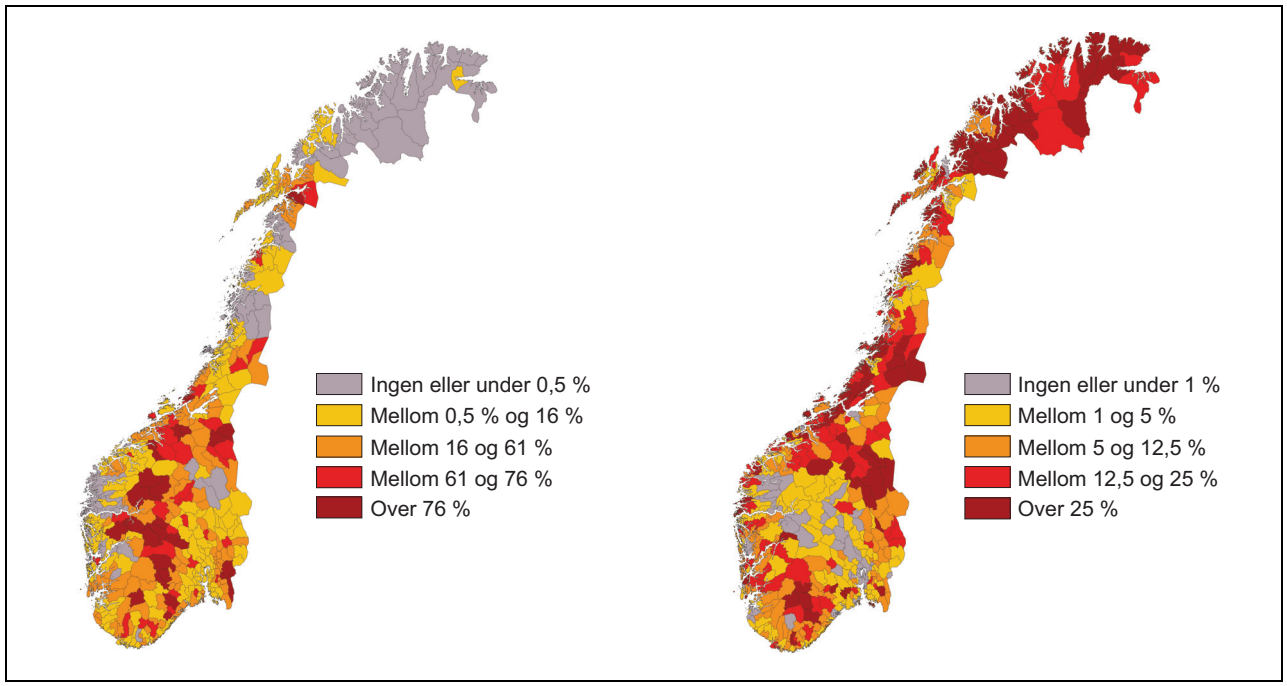
Betydningen av lokal banksektor er også funnet i en svensk studie om hvordan ulike karakteristika ved den lokale banksektoren påvirker dannelsen av nye selskaper. Størrelse på bankfilialene per innbygger, uavhengige banker og bankfilialer per innbygger er positivt forbundet med lokale etableringer.[31]

Innovasjon Norge ser ut til å kompensere delvis for mangelen på lokalbanker. Evalueringen av Innovasjon Norges låneordninger fant at bedrifter med lavrisikolån særlig var å finne i perifere områder hvor lokalbankene ikke er. Kartet til venstre i figur 3.7 viser lokalbankenes andel av antall utlån i kommunen, og de lysere feltene viser hvor lokalbankene har et begrenset tilbud, og hvor det dermed kan være noe vanskeligere å få innvilget lån. Kartet til høyre viser lavrisikolån fra Innovasjon Norge som andel av antall utlån i kommunen. Særlig i Nord-Norge og i distriktsområder i Sør-Norge ser vi at lavrisikolånene har større intensitet i områder med liten tilstedeværelse av lokalbanker. Evalueringens konklusjon var derfor at lavrisikolånene ser ut til å ha en klar geografisk profil, der Innovasjon Norge tilbyr mest lån i områder hvor sannsynligheten for kapitalmangel

[29] Stamland, T. Rud, L. og Mjøs, A. (2008). *Kapitaltilgangen for SMB i ulike deler av landet.*

[30] Hetland, O.R., Mjøs, A., Zhang, L.K. (2017). *Det norske bedriftsbankmarkedet. En beskrivende analyse av bankmarkedet for norske bedriftskunder.*

[31] Backman, M. (2013). *Regions, Human Capital and New Firm Formation.*



Figur 3.7 Tilstedeværelse av lokalbank (andel av antall banklån 2011) (t.v.) og intensitet for lavrisikolån (andel av antall utlån i kommunen 2004–2012) (t.h.)

Kilde: Menon

er størst.[32] Se også omtale i kapittel 7 om offentlige virkemidler.

Siden 2016 har Den nordiske investeringsbanken (NIB) bidratt med 630 millioner euro til norske sparebanker for videre utlån til små og mellomstore bedrifter og miljøprosjekter i bankenes nedslagsfelt. Den nordiske investeringsbanken er en internasjonal finansinstitusjon eid av de åtte nordiske og baltiske landene. Banken kan gi langsiktig finansiering til private og offentlige prosjekter som bidrar til bærekraftig produktivitetsutvikling i og utenfor regionen. Lån til små og mellomstore selskaper er et av bankens fire utvalgte forretningsområder. NIB har en egen arktisk fasilitet på 500 millioner euro som skal bidra til at banken finner gode prosjekter i de aller nordligste områdene.

3.3.3 Tilgang til kapital og lav annenhåndsverdi på eiendom

I regioner med spredt bosetting og begrenset økonomisk aktivitet vil usikkerheten knyttet til leietakernes betalingsevne og eiendommenes annenhåndsverdi øke, ikke minst for investorer og kredittgivere som ikke har god lokal kjennskap til regionen. Innføring av belåningsgrad mot eiendomsverdi i nye kapitaldekningskrav for bankene, såkalt «Basel IV», kan i fremtiden øke utfordringen med manglende markedsverdier for næringseiendommer i slike områder.

Sivas eiendomsvirksomhet og Innovasjon Norges låneordninger er delvis begrunnet i å håndtere utfordringer med lav annenhåndsverdi på eiendom. Evalueringer viser at Sivas eiendomsportefølje er såpass stor at det er god grunn til å hevde at risikoen kan spres ut og derfor diversifiseres bort.[33] I enkelte segmenter kan det se ut til at Innovasjon Norge har identifisert feilprising av pant, ettersom Innovasjon Norge over tid ikke har betydelige tap i tilknytning til denne typen panteobjekter.[34]

Lav annenhåndsverdi på pant er å regne som en ulempe for de bedriftene som velger å etablere seg i disse områdene, og har sammenheng med svakere næringsutvikling i disse områdene. Lav annenhåndsverdi av pant i distriktene kan være i konflikt med næringspolitiske mål om sysselsetting og næringsutvikling i distriktene. Dermed kan slike ordninger bidra til å nå slike politiske mål, og de kan defineres ut fra fordelingspolitiske hensyn, men ikke markedssvikt.

[32] Menon (2013). *En statlig bro i kapitalmarkedet: Evaluering av Innovasjon Norges låne- og garantiordninger.*

[33] Menon. (2015). *Evaluering av eiendomsvirksomheten til Siva.*

[34] Menon. (2013). *En statlig bro i kapitalmarkedet: Evaluering av Innovasjon Norges låne- og garantiordninger.*

3.3.4 Eierskap av lokalt og regionalt næringsliv og tilgang til egenkapital

Betydningen av egenkapital for det lokale og regionale næringslivet er i mindre grad studert enn betydningen av fremmedkapital. Men også lokale investorer som skyter inn egenkapital, kan ha informasjonsfortrinn og dermed konkurransefordeler sammenlignet med andre investorer.

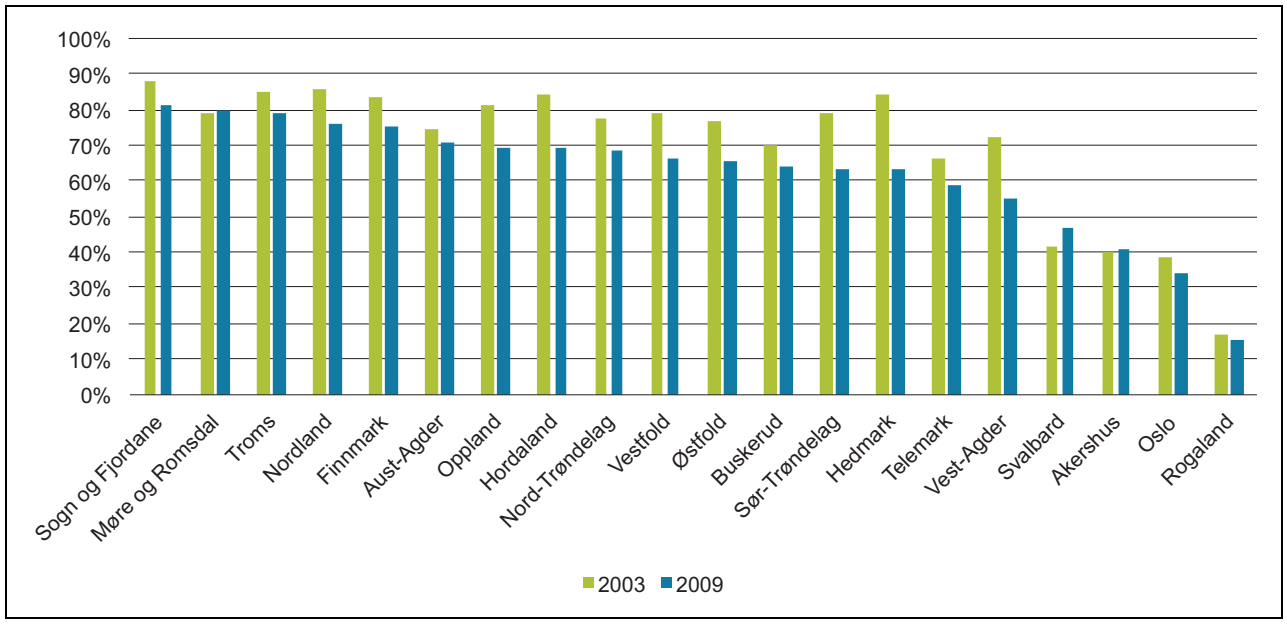
Frem til 2012 laget Menon, på oppdrag fra NHOs eierforum, rapporten «Privat eierskapsberetning». 2011-varianten av denne rapporten hadde et kapittel om eierskapets geografi. I vestlandsfylkene Sogn og Fjordane og Møre og Romsdal, samt i hele Nord-Norge, representerer det private eierskapet mer enn 70 prosent av næringslivets verdiskaping i fylket. Det er grunn til å anta at mye av dette eierskapet er lokalt forankret. Figur 3.8 viser også at det norske private eierskapets andel av verdiskapingen falt i nesten alle fylker mellom 2003 og 2009. Dette skyldes først og fremst økt utenlandsk eierskap. Fylkene med det desidert største innslaget av utenlandsk eierskap er Rogaland, Oslo og Akershus. I disse tre fylkene representerte det utenlandske eierskapet rundt 40 prosent av verdiskapingen, mens gjennomsnittet for alle fylkene var 17 prosent.[35]

Figur 3.9 er hentet fra egenkapitalrapporten som er utarbeidet for utvalget av Menon.[36] I kartet til høyre ser vi at fylkene med de fleste rapporteringspliktige bedriftene hadde flest aksjeemisjoner (Oslo, Akershus, Rogaland og Hordaland). Kartet til venstre viser at andelen bedrifter med aksjeemisjoner er relativt stabil og varierer fra 2 prosent i Buskerud til 4,3 prosent i Møre og Romsdal. De fleste av fylkene med hyppigst emisjoner ligger langs kysten fra Sogn og Fjordane ned til Vest-Agder, i tillegg til Oslo. Fylkene med lavest andel er Buskerud, Vestfold og Østfold, samt til dels Akershus. Hverken næringsstruktur eller sentralitet forklarer forskjellen på andel emisjoner mellom fylkene.

Menon finner at omfanget av forretningsengler i Norge ligger på nivå med de fleste europeiske land, men at det sannsynligvis eksisterer færre av enkelte typer forretningsengler i Norge. Den fylkesmessige fordelingen av forretningsengler følger i stor grad sysselsettingen i privat sektor. Om lag halvparten av forretningsenglene hadde investeringer utelukkende i ett fylke. Dette kan tyde på at de private investeringene til en viss grad er stedbundne til investorens nærområde,

[35] Menon (2011). *Privat eierskapsberetning – NHO Eierforums årsapport over privat eierskap 2011*

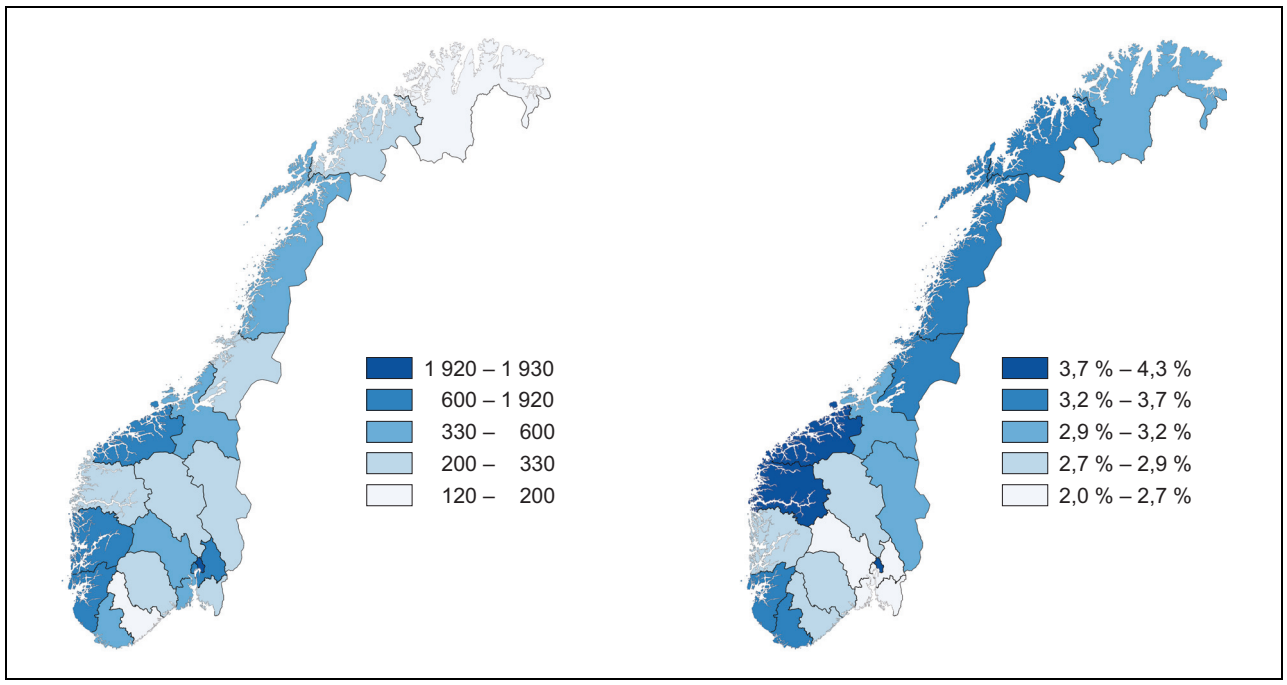
[36] Menon (2017). *Eierskap og emisjoner i norske foretak*. Tallene tar utgangspunkt i Menons regnskapsdatabase, som består av regnskapet til alle bedrifter og konsern som er rapporteringspliktige til Brønnøysundregistrene.



Figur 3.8 Norske privateide[1] bedrifters andel av verdiskaping. Fylker. 2003 og 2009.

[1] Eierskap er begrenset til å se på eiere med strategisk viktige eierandeler på 10 prosent eller mer. Ut fra dette har knappe 70 prosent av foretakene en norsk privatperson som største eier. 14 prosent av foretakene har fragmentert eierskap. 83 prosent av foretakene i næringslivet har det Menon definerer som norsk privat eierskap.

Kilde: Menon/NHO (2011)



Figur 3.9 Antall emisjoner (t.v.) og andel av bedrifter som har gjennomført emisjoner (t.h.). Fylker. 2012 – 2015.
Kilde: Menon (2017)

både i sentrale og mindre sentrale strøk. Investorer kan ha tendens til å ha kompetanse innenfor noen få næringer, der de selv har bygget opp sin formue. De kan derfor være forsiktige med å gå inn i nye næringer selv om foretaket er lokalt.[37]

[37] Menon (2010) *Forretningsengler i Norge: Omfang, betydning og behov for offentlig involvering.*

Kapittel 4
Tilgang til egenkapital

4.1 Det norske egenkapitalmarkedet

Ved inngangen til 2017 var det i henhold til foretaksstatistikken 212 864 registrerte aksjeselskaper og 174 allmennaksjeselskaper i Norge. Målt i antall sysselsatte er de fleste aksjeselskaper små. Ved inngangen til 2016 hadde om lag tre av fire selskap fire eller færre sysselsatte og kun 630 selskap hadde mer enn 250 sysselsatte.

En svært liten andel av selskapene er børsnotert. Dette skyldes i første rekke at selskaper som ønsker børsnotering, må oppfylle gitte krav til størrelse og rapportering. Studier viser imidlertid at det bare er et fåtall av selskapene som kvalifiserer til børsintroduksjon, som faktisk velger børsnotering.[1]

Et selskap som er notert på børs, vil ha lettere tilgang på egenkapital. En regulert markedsplass tilbyr omfattende offentlig informasjon om selskapene og et annenhåndsmarked der investorer kan styre sin risikoeksponering og velge når de vil realisere eller omfordele kapitalen sin. Et viktig mål på markedskvalitet er hvor likvid annenhåndsmarkedet er, altså hvor raskt og billig investorer kan kjøpe og selge aktiva uten at det gir store utslag i markedsprisene. I tillegg gjør børsnotering oppkjøp og fusjoner enklere siden aksjene allerede har en markedspris.

Akademiske studier peker på at en børsintroduksjon både har fordeler og ulemper for de eksisterende eierne. Ønsket om likviditet og økt tilgang til egenkapital må balanseres mot ønsket om kontroll over selskapet. Resultater fra en empirisk studie av norske data i perioden 1994–2005 viser at redusert eierkonsentrasjon og økt andel institusjonelle investorer øker sannsynligheten for at et selskap velger å foreta en børsintroduksjon, se Norli (2007). Studien gir ikke svar på om dette skyldes at selskaper gjør endringer i eierstrukturen før en børsnotering, eller om selskaper med høy eierkonsentrasjon ikke er villig til å oppgi kontroll.

En betydelig del av verdiskapingen i norsk økonomi skjer i unoterte selskaper, og hoveddelen av disse selskapene er ikke tilgjengelige for investorer flest. Det inkluderer de fleste små bedrifter, men også større og/eller raskt voksende bedrifter.

Investeringer i unoterte aksjer er mer komplekse og ressurskrevende enn investeringer i noterte selskaper, og det er behov for en annen og mer spesialisert kompetanse. Markedet for unoterte selskaper som forvaltes gjennom såkalt aktive eierfond («venture» og «private equity»), er tilgjengelig for investorer, hovedsaklig institusjonelle investorer og formuende enkeltpersoner. En vanlig oppfatning er at det aktive eierskapet i slike fond bidrar til betydelig økt verdiskaping i selskapene, men at det eksisterer prinsipal-agent-problemer mellom investorene som er ansvarlige for den løpende forvaltningen av fondene («general partners») og øvrige investorer («limited partners»).

Sammenlignet med noterte selskaper gir mulighetene til økt verdiskaping gjennom aktivt eierskap større frihetsgrader i unoterte selskaper. På den andre siden gjør begrenset datagrunnlag det vanskeligere å evaluere resultater fra unoterte investeringer og å måle og styre risiko. Investorer vil dessuten normalt binde opp kapitalen over flere år, og dette innebærer betydelig likviditetsrisiko.

Døskeland og Strömberg (2018)[2] oppsummerer utviklingstrekk i de globale markedene for notert og profesjonelt forvaltet unotert egenkapital. Tall fra det amerikanske markedet viser en klar oppadgående trend i den relative størrelsen til det unoterte markedet. Forfatterne argumenterer for at strukturelle endringer i markedene har

[1] Norli (2007) anslår at mellom 8000 og 9000 selskaper eller om lag 5 prosent av antall registrerte selskaper (AS og ASA) i Brønnøysundregisteret kvalifiserte til børsnotering ved utgangen av 2005, mens det bare ble notert 42 selskaper samme år.

[2] Døskeland, T. og Strömberg, P. (2018). *Evaluating investments in unlisted equity for the Norwegian Government Pension Fund.*

økt etterspørselen etter unoterte selskaper og redusert tilbudet av noterte selskaper.

Institusjonelle investorer som forvaltere av pensjonskapital og statlige investeringsfond har økt sin betydning som investorer og samtidig også økt sine andeler plassert i unoterte markeder. En forklaring på den økte etterspørselen etter unoterte investeringer er at realisert avkastning på slike investeringer har vært høy. En annen forklaring er at det historisk lave rentenivået har ført til et press mot investeringer som gir høyere forventet avkastning og risiko, såkalt «search for yield». I Norge har pensjonskapital i liten grad blitt plassert i egenkapitalmarkedet, og særlig i unoterte selskaper.

Spesielt i USA, men også i flere andre høyinntektsland innenfor OECD-området, er antallet noterte selskaper redusert over tid. Mulige forklaringer er at økte kostnader har gjort børsnotering relativt mindre attraktivt for små selskaper og at økte skalafordeler i de store noterte selskapene har ført til at nye selskaper velger å bli kjøpt opp heller enn å vokse på egenhånd. En økning i antall vekstselskaper som holdes privat i lang tid etter at de har vokst seg store nok til å kvalifisere for notering, er også trukket frem som en forklaring på reduksjonen i antall noteringer. I Norge har vi i liten grad sett den samme utviklingen.

4.1.1 Det unoterte egenkapitalmarkedet

Egenkapitalrapporten, som er utarbeidet for utvalget av Menon Economics, inneholder en empirisk analyse av eierskap og tilgang på ny aksjekapital (emisjoner) i norske ikke-finansielle selskaper. Kartleggingen er ment å danne et grunnlag for å vurdere koblingen mellom kapitalsøkere og kapitaleiere i markedet. Analysene er i hovedsak basert på emisjonsaktivitet i den unoterte delen av egenkapitalmarkedet.

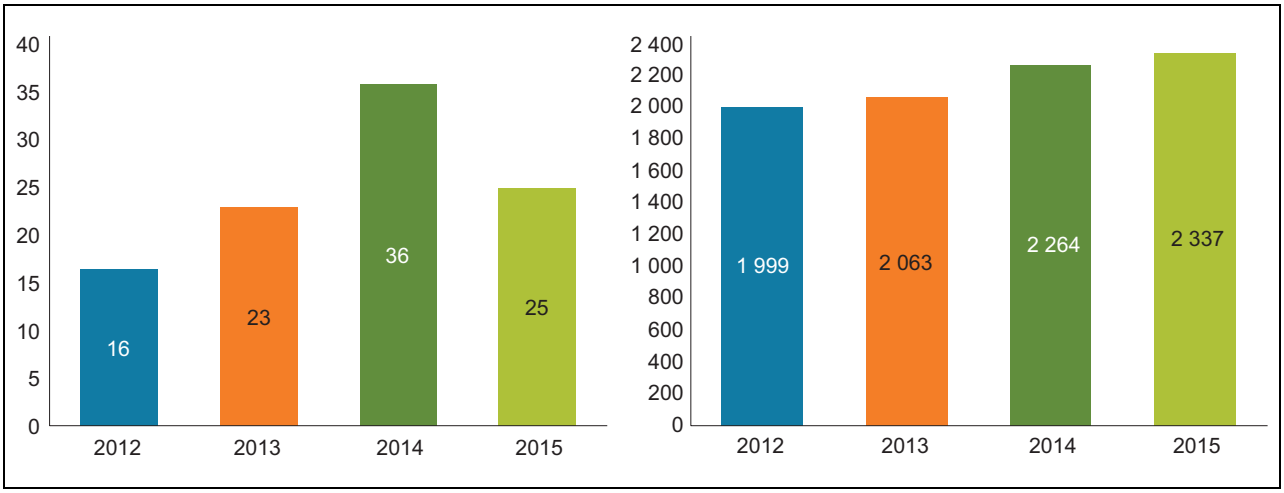
I rapporten konkluderes det med at det ikke er grunnlag for å påstå at vesentlige grupper av foretak eller regioner har mindre tilgang på ny egenkapital enn andre. Gjennomgående peker emisjonsvirksomheten i retning av at det norske egenkapitalmarkedet fungerer godt. Det følgende gir en kortfattet oversikt over de viktigste funnene i rapporten. Rapporten er gjengitt i sin helhet som et digitalt vedlegg.

Emisjoner utenfor børs

Figur 4.1 viser aksjeemisjonsvolum og antall emisjoner utenfor børs i Norge i perioden 2012–2015. Det kartlagte emisjonsvolumet utgjør totalt 100 milliarder kroner i løpet av perioden. Det er vel så mye som emisjonsvolumet på Oslo Børs over samme periode. Sett i forhold til den samlede bokførte egenkapitalen i norsk næringsliv ved utgangen av 2015, utgjorde egenkapitalen som var hentet inn gjennom emisjoner i perioden, i underkant av tre prosent. Gjennomsnittlig årlig vekst i emisjonsvolumet gjennom perioden var på 15 prosent.[3] Antall aksjeemisjoner økte også, med fem prosent årlig i gjennomsnitt.

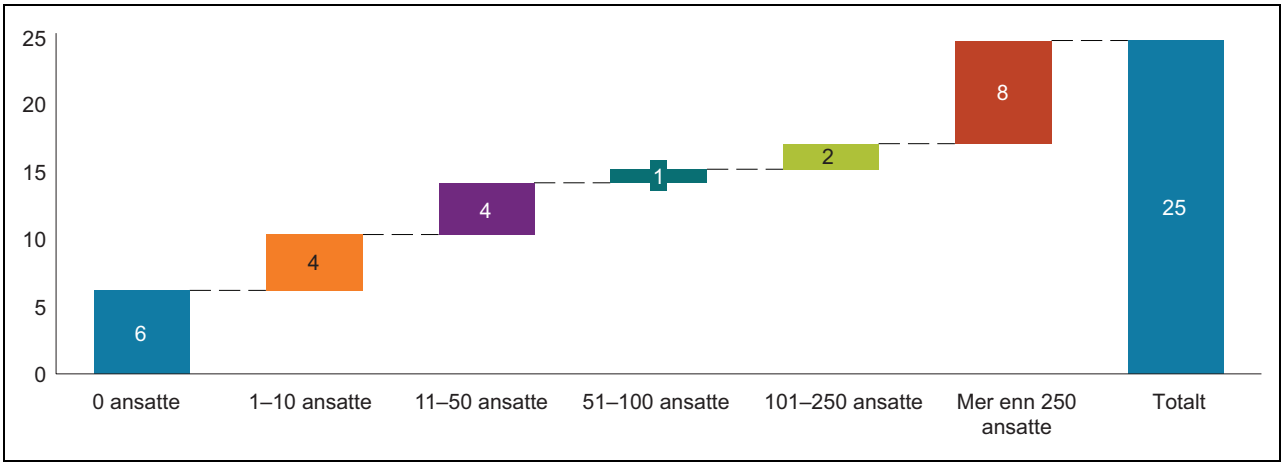
I rapporten fordeles emisjonsaktiviteten også på bedriftsstørrelse, næring og geografi. Figur 4.2

[3] 2014 fremstår som et år med mye aktivitet i egenkapitalmarkedet, med hele 36 milliarder kroner innhentet gjennom aksjeemisjoner. Det høye tallet trekkes delvis opp av enkelte ekstreme observasjoner, som for eksempel Statkraft, som fikk fem milliarder kroner i ny egenkapital fra staten. Samtidig ser vi også en stor vekst i antall emisjoner fra året før.



Figur 4.1 Aksjeemisjoner i Norge utenfor børs i milliarder kroner (t.v.) og antall emisjoner (t.h.). 2012–2015.

Kilde: Menon (2017)



Figur 4.2 Aksjeemisjoner i Norge utenfor børs for bedrifter i ulike størrelseskategorier målt ved antall ansatte. Milliarder kroner. 2015.

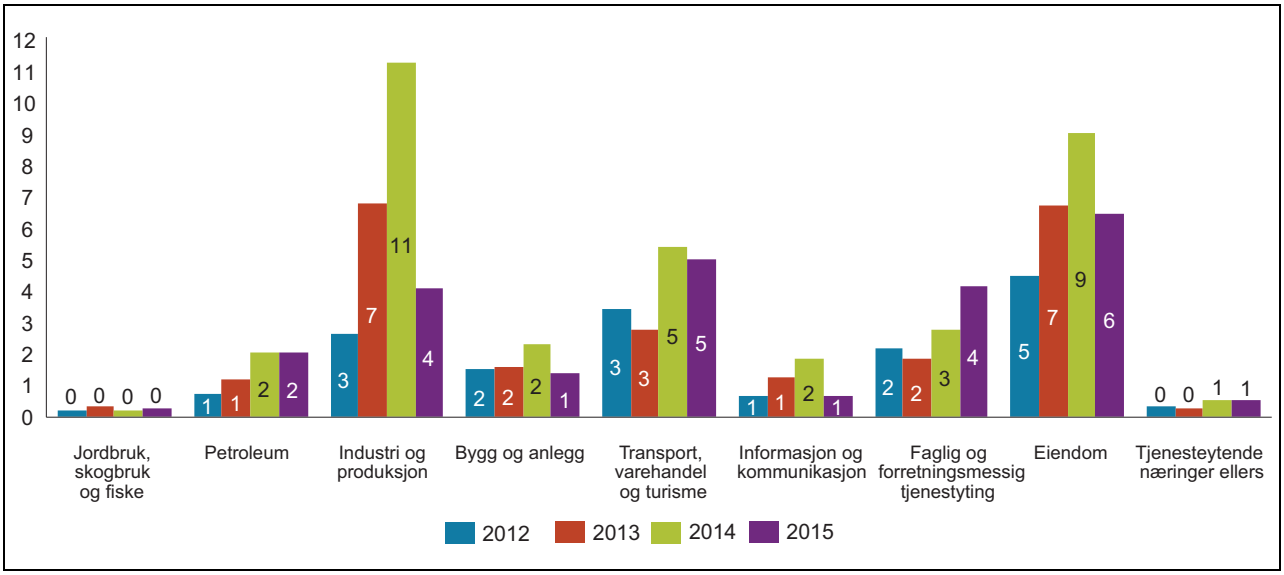
Kilde: Menon (2017)

viser emisjonsvolumet i 2015 fordelt på bedriftsstørrelse.[4] Det relativt høye emisjonsvolumet blant selskap med null ansatte stammer i hovedsak fra eiendomsselskaper som henter inn mer egenkapital. Størstedelen av emisjonsvolumet er knyttet til de største selskapene. Til sammen hentet selskaper med over 100 ansatte inn 10 milliarder kroner, tilsvarende 40 prosent av emisjonsvolumet dette året. Mikrobedrifter med 1–10 ansatte og småbedrifter med 11–50 ansatte hentet inn 4 milliarder kroner hver. I rapporten pekes det på at det store flertallet av norske bedrifter er små, og at det er mange småbedrifter som er i en vekstfase med behov for ekstern egenkapital.

De to næringene med størst emisjonsvolum over perioden var eiendom (27 milliarder kroner) og industri og produksjon (25 milliarder kroner).[5] Eiendomssektoren og bygg- og anleggssektoren var også blant næringene med størst vekst i antall emisjoner over perioden. Dette rimer godt med utviklingen i boligmarkedet og utbyggingen i perioden. Kraftproduksjon og nettleverandører inngår i næringen industri og produksjon, og emisjonsvolumet har variert mye på grunn av store emisjoner i Statkraft og Statnett i perioden.

[4] Inndelingen etter størrelse er basert på en kombinasjon av antall ansatte og balansestørrelse, og er nær knyttet til Europakommisjonens definisjoner av bedriftsstørrelser.

[5] Eiendomssektoren omfatter delsektorene kjøp og salg av egen fast eiendom, utleie av egen eller leid fast eiendom og omsetning og drift av fast eiendom på oppdrag.



Figur 4.3 Aksjeemisjoner i Norge utenfor børs fordelt på næringer. Milliarder kroner. 2012–2015

Kilde: Menon (2017)

Andre resultater fra kartleggingen av aksjeemisjoner er:

- *De fleste emisjoner er små og gjennomføres av småbedrifter:* Tre av fire emisjoner var i mikrobedrifter med 10 eller færre ansatte, mens 70 prosent av emisjonene var under 2,5 millioner kroner. Samtidig utgjør disse emisjonene bare en liten andel av det totale emisjonsvolumet. De 40 største emisjonene utgjorde i 2015 nesten 60 prosent av det totale emisjonsvolumet utenfor børs.
- *Emisjoner er mer vanlig blant store bedrifter:* Andelen av bedrifter innenfor en størrelseskategori som gjennomfører en emisjon er stigende med bedriftsstørrelse. Blant bedriftene som har over 250 ansatte, var det over 3,5 prosent som gjennomførte en emisjon i 2015, mens det tilsvarende for mikrobedrifter var rett under 1 prosent.
- *Det synes ikke å være åpenbare «hull» i emisjonsmarkedet*: I utvalgets møter med ulike markedsaktører har det blitt trukket frem at bedrifter med et kapitalbehov i størrelsesorden opp til 20 millioner kroner kan ha en utfordring i markedet for ekstern egenkapitalfinansiering. Dette er typisk emisjoner som vil være for store til å involvere bare venner, familie og andre bekjente, samtidig som det argumenteres for at de er for små til å involvere profesjonelle tilretteleggere og de faste kostnadene det medfører. Menon finner ikke støtte for et slikt mønster i sitt datamateriale. De finner at den relative frekvensen av emisjoner er jevnt fordelt uavhengig av størrelse. Det kan likevel ikke utelukkes at omfanget av ønskede, men ikke gjennomførte emisjoner, er større for slike selskaper enn for andre.
- *Andelen emisjoner er relativt stabil på tvers av landets fylker*: Aksjeemisjoner er likevel aller vanligst i Møre og Romsdal, der 4,3 prosent av bedriftene har hatt emisjoner i løpet av perioden 2012 til 2015. Det vil være naturlig å se dette opp mot spesielt den maritime næringen som dominerer næringslivet i regionen. Analysene indikerer at det er næringsstruktur som er den viktigste faktoren for hyppigheten av emisjoner, snarere enn at det er vanskeligere å gjennomføre emisjoner i distriktene.
- *Unge bedrifter med driftsunderskudd (J-kurvebedrifter) har betydelig høyere emisjonsfrekvens*: Menon finner at såkalte J-kurvebedrifter[6] har 20 ganger så stor sannsynlighet for å gjennomføre en aksjekapitalutvidelse som øvrige foretak. Sannsynligheten for en emisjon blant slike selskaper innenfor næringene petroleum og industri og produksjon er statistisk signifikant høyere enn for næringene faglig og forretningsmessig tjenesteyting og IKT. Hvorvidt resultatet er en indikasjon på imperfeksjoner i markedet for risikokapital innen visse bransjer, eller om det følger naturlig av at sannsynligheten for at en J-kurvebedrift lykkes innen petroleum og industri og produksjon, er ikke åpenbart.

4.1.2 Det noterte egenkapitalmarkedet

Oslo Børs ASA opererer i dag de eneste regulerte verdipapirmarkedene i Norge. Børsen drives i henhold til gjeldende EU-direktiver og -standarder når det gjelder blant annet handelsreglement, rapporteringskrav, markedsovervåking og åpningstider. Børsen er blant de 30 største i verden målt i markedsverdi. De største segmentene er energi, sjømat og shipping.

Børsen tilbyr notering og handel på ulike typer markedsplasser. Allmennaksjeselskaper (ASA) og tilsvarende utenlandske selskaper kan notere aksjene på Oslo Børs eller Oslo Axess. Notering på Oslo Børs innebærer en fullstendig børsnotering i henhold til EU-krav. Oslo Axess ble etablert i 2007 og gir selskaper tilgang til en autorisert og regulert markedsplass med noe lempeligere vilkår for notering enn Oslo Børs. Sparebanker og eventuelt andre gjensidige selskaper kan notere egenkapitalbevis på en egen liste.

I januar 2016 åpnet Oslo Børs markedsplassen Merkur Market som har status som en multilateral handelsfasilitet (MHF). Markedsplassen er underlagt bestemmelser i verdipapirhandelloven og tilpasset EUs MiFID[7] II-regulering. En MHF er en selvregulert finansiell handelsplass, og operasjon av handelsplassen betraktes som en investeringstjeneste. Både nystiftede vekstselskaper, sparebanker og mer modne industriselskaper som ikke oppfyller kravene eller ønsker full notering på et regulert marked, kan bruke Merkur Market. Både opptakskravene og de løpende rapporteringsforpliktelsene i etterkant av opptaket er enklere og mindre omfattende enn på Oslo Børs og Oslo Axess.

---

6 Begrepet J-kurve indikerer at dette er selskap som forventer å snu en negativ trend om til positivt driftsresultat, og dermed forme en lønnsomhetskurve over tid som ser ut som bokstaven J. Menons operasjonelle definisjon på J-kurvebedrifter er selskaper yngre enn 10 år som har hatt negativt driftsresultat og positive lønnskostnader de to foregående årene.

7 Direktiv 2014/65/EU, Markets in Financial Instruments Directive.

For store ordrer tilbyr Oslo Børs handel gjennom North Sea Dark Pool. En dark pool kjennetegnes av at det ikke publiseres informasjon om investorers ordrer før handelen er gjennomført. Årsaken til fremveksten av dark pools er at investorer ønsker beskyttelse mot aktører som utnytter kunnskap om deres ordre, handler mot dem og dermed gjør det vanskelig å plassere større ordre. Med North Sea Dark Pool ønsker børsen å trekke store ordre tilbake til et regulert og overvåket børsmiljø. Midtkursen mellom beste kjøper- og selgerkurs i ordreboken bestemmer North Sea-kursen. All handel i North Sea publiseres umiddelbart, og Oslo Børs' markedsovervåkningsavdeling har fullt innsyn i all ordreinnlegging og handel.

Markedsstørrelse og eierstruktur

Ved utgangen av 2016 hadde Oslo Børs 221 noterte selskaper med en total markedsverdi på om lag 2 122 milliarder kroner, eller om lag 60 prosent av BNP. Oslo Axess hadde ved utgangen av 2016 31 noterte selskaper med en samlet markedsverdi på 9,6 milliarder kroner. 9 selskaper var notert på Merkur Market ved utgangen av 2016. Samlet registrert kapital for disse var i underkant av 166 millioner kroner.

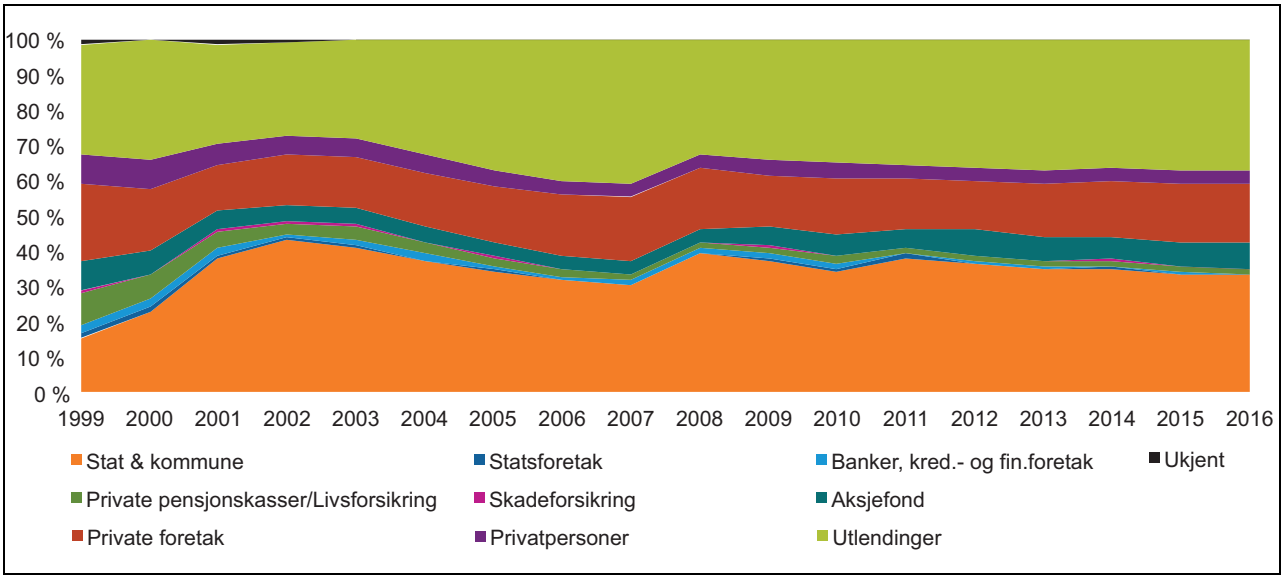
Et særtrekk ved Oslo Børs er at markedsplassen alltid har vært dominert av et fåtall store selskaper. Ved utgangen av 2016 utgjorde de fem største selskapene (Statoil, DNB, Telenor, Yara International og Norsk Hydro) 54,6 prosent av total markedsverdi av Oslo Børs. Børsen bærer også preg av at de fleste selskapene er modne virksomheter, og tilgangen av nye større virksomheter har vært begrenset. Ved utgangen av 2016 var gjennomsnittsalderen til de 25 største selskapene på børsen 113,5 år.[8]

Figur 4.4 viser utviklingen i eierstruktur på Oslo Børs over perioden 1999–2016. De to klart største eiergruppene er utenlandske investorer og staten. Til sammen eide disse vel 2/3 av de norske børsnoterte selskapene ved utgangen av 2016. Figuren viser en noenlunde stabil eierstruktur de siste 10 årene. I et lengre tidsperspektiv har det imidlertid skjedd store endringer i aksjonærsammensetningen på børsen. I 1984 utgjorde privatpersoners direkte eierskap i børsnoterte selskaper 27 prosent, mens utenlandske investorer og det offentlige eide henholdsvis 9 og 18 prosent, se Must (2017).

Direkte statlig eierskap i de fem største selskapene på børsen er hovedårsaken til statens høye eierandel.[9] Norsk Hydro var lenge den største eierposten til staten, samt flere av de største forretningsbankene i etterkant av bankkrisen. Bankandelene ble senere solgt ut bortsett fra i DnB ASA, se Døskeland og Mjøs (2008). Del-privatise-

[8] Til sammenligning var gjennomsnittsalderen til de 3671 noterte selskapene i USA 18,4 år i 2016, jf. tabell 3.9 i Døskeland og Strömberg (2018).

[9] SPN/Folketrygdfondet er også en stor investor på Oslo Børs. Ved utgangen av 2016 tilsvarte fondets aksjeinvesteringer om lag 5 pst. av den samlede verdien av alle selskapene notert ved Oslo Børs og vel 10 pst. av hovedindeksen. I vel 40 børsnoterte selskaper var Folketrygdfondet blant de tre største eierne.



Figur 4.4 Utvikling i eierstruktur på Oslo Børs. Prosent. 1999–2016

Kilde: Oslo Børs

ringen av Statoil og Telenor i 2001 førte til en dobling av statens eierandel.

EØS-avtalen åpnet for likebehandling av norske og utenlandske investorer i 1995. Med økt globalisering er også investorers preferanse for å plassere nasjonalt redusert (såkalt «home bias»). Denne utviklingen har økt utenlandske investorers eierandeler på Oslo Børs og redusert eierandelene til innenlandske investorer. Vi har også sett en utvikling mot at private investorer i større grad investerer gjennom aksjefond. Innføringen av fritaksmetoden i 2006 har også gjort at flere private investorer investerer via egne holdingselskaper og eierskapet klassifiseres derfor som foretak selv om egentlig eier faktisk er privatpersoner og familiers investeringsselskaper.

De største eiergruppene på Oslo Axess var ved utgangen av 2016 utenlandske eiere (46 prosent), private foretak (26 prosent) og privatpersoner (14 prosent). Andelen utlendinger her falt fra over 62 prosent da markedet ble etablert i 2007, mens andelen til privatpersoner har økt med 10 prosent i perioden.

Utviklingstrekk i børsmarkedene

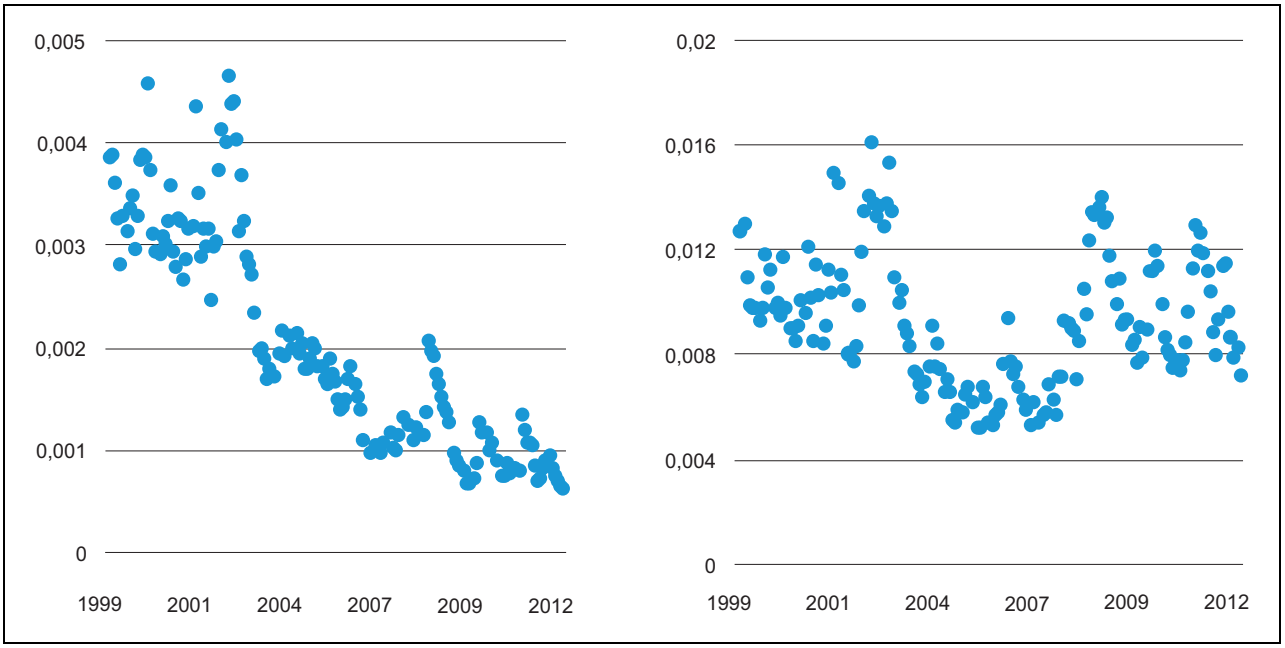
Det har skjedd store endringer de siste tiårene i markedsstruktur og handelsmetoder i de noterte aksjemarkedene. Ved årtusenskiftet var markedene karakterisert ved store dominerende nasjonale børser der det meste av handelen involverte menneskelig interaksjon, enten «på gulvet» eller ved at ordre ble lagt inn i limitordrebøker. Ny teknologi og nye reguleringer[10] har fratatt de store børsene monopolmakt og ført til at så å si all handel i dag er elektronisk. En stor del av handelen er automatisert, det vil si at datamaskiner programmeres til å ta beslutninger og sende inn ordre (algoritmehandel).

De fleste av verdens børser er i dag ikke lenger eid av sine egne medlemmer, men innlemmet i profittmaksimerende konserner. Det har medført at handelsregler utvikles for å maksimere profitt heller enn bare å tilpasses medlemmenes behov. Tradisjonelle børser konkurrerer nå med hverandre og andre typer elektroniske markedsplasser for å tiltrekke seg ordrestrømmer fra en variert og stadig mer sofistikert kundegruppe.[11]

For selskaper og investorer er det relevante aspektet hvordan denne utviklingen har påvirket markedskvaliteten. Akademiske studier finner at markedskvalitet, målt ved eksekveringshastighet,

[10] Reg. NMS i USA og MiFID i Europa.

[11] Jørgensen, K., J. Skjeltorp og B.A. Ødegaard. *Throttling hyperactive robots – Order-to-trade ratios at the Oslo Stock Exchange*. Upublisert, kommer i Journal of Financial Markets.



Figur 4.5 Median effektiv spread[1] Oslo Børs. Selskaper i OBX-indeksen (t.v.) og utenfor OBX-indeksen (t.h.). Prosent. 1999–2012.

[1] Effektiv spread estimerer hvilken spread investorene faktisk betaler, her målt som differansen mellom transaksjonskurs og gjeldende midtkurs like før transaksjonen som andel av midtkursen

Kilde: Bernt Arne Ødegaard. Hentet fra http://www1.uis.no/ansatt/odegaard/wps/2017_liquidity_source_book/ index.html

dybde og transaksjonskostnader, er betydelig bedret etter fremveksten av elektronisk handel, se for eksempel Angel et al. (2013). En bekymring har imidlertid vært at bedringen i markedskvalitet bare gjelder de største og mest likvide selskapene. Figur 4.5 viser utviklingen i median effektiv forskjell mellom kjøps- og salgspriser (spread) for selskapene på Oslo Børs i perioden 1999–2012. I figuren skilles det mellom de 25 mest omsatte selskapene (OBX-indeksen) og andre noterte selskaper. Målt med effektiv spread har transaksjonskostnadene for de mest omsatte selskapene på Oslo Børs vært klart fallende over tid. Et tilsvarende mønster synes imidlertid ikke å gjelde for de øvrige selskapene på børsen.

Enkelte uheldige hendelser har ført til uttrykt bekymring for kompleksiteten i dagens markedsstruktur.[12] Særlig fremveksten av såkalt høyfrekvent handel (HFT) har vært omdiskutert. HFT er en type algoritmiske handelsstrategier der hastighet har betydning for lønnsomheten. Bekymringen er i hovedsak knyttet til at HFT kan ha økt mulighetene for markedsmanipulasjon og «front running».[13] Oslo Børs innførte i 2013 en egen avgift for aktører som sender inn et stort antall ordrer som kanselleres i løp av ett sekund. Jørgensen mfl. (2017) finner ikke at denne avgiften har påvirket likviditeten til Oslo Børs negativt.

Børsemisjoner

Aksjeemisjoner på børs skjer i hovedsak gjennom en IPO (Initial Public Offering) eller en SEO (Seasoned Equity Offering). En IPO gjennomføres når aksjekapitalen til et selskap gjøres tilgjengelig for allmenheten gjennom notering på børs. Dette kan både være selskap som har vært gjennom en omstrukturering og vært borte fra børsen en periode, og selskaper som aldri har vært offentlig handlet tidligere. En SEO gjennomføres når et børsnotert selskap bestemmer seg for å skaffe ytterligere kapital ved å selge aksjer. Både IPO-er og SEO-er kan være en ekspansjon av egenkapitalbasen, hvor hele salgsvolumet tilfaller selskapet i form av ny egenkapital, men de kan også i realiteten være store investorer som velger å selge seg ut av selskapet gjennom å tilby selskapet til allmennheten. I det siste tilfellet tilføres ikke selskapet ny egenkapital.

I egenkapitalrapporten er antallet emisjoner i norske, ikke-finansielle børsnoterte foretak i perioden 2012–2016 kartlagt.[14] Figur 4.6 viser at emisjonsvolumet på børs har doblet seg i perioden, fra 12 milliarder kroner i 2012 til 24 milliarder kroner i 2016. Antall børsnoterte selskaper som gjennomførte emisjoner, var relativt stabilt over perioden. Det var få selskaper som gjennomførte emisjoner over børs sammenlignet med det totale antallet emisjoner i norsk næringsliv.

Figuren inneholder også tall for emisjonsvolumet «over-the-counter» (OTC) gjennom NOTC.[15] OTC-markedet er en uformell markedsplass for unoterte selskaper. Meglere kan legge inn kjøps- og salgsinteresser dersom de har kunder som ønsker å kjøpe eller selge aksjer på OTC-listen. Selskaper som handles OTC trenger ikke å oppfylle de samme kravene som børsnoterte selskaper. Aggregert emisjonsvolum i OTC-markedet var 11 milliarder kroner i perioden.

Den positive trenden i emisjonsvolumet i ikke-finansielle foretak i perioden sammenfaller med en periode med sterk børsoppgang og relativt gode markeder. Panel A i Figur 4.7 viser emisjonsvolumet på Oslo Børs over en lengre periode fra 1997 til 2016. Fra 2005 kan vi skille ut den andelen av emisjonsvolumet som ikke representerer en utvidelse av kapitalen (skravert i figuren). Tallene inkluderer emisjoner både i finansielle og ikke-finansielle foretak og er derfor ikke direkte sammenlignbare med tallene som er benyttet i egenkapitalrapporten. Det går like fullt tydelig frem at emisjonsvolumet i børsnoterte selskaper er syklisk og varierer kraftig over tid. Det er vanskelig å tro at eierstruktur og andre selskapsspesifikke faktorer varierer like mye. En hypotese er at selskaper benytter anledningen til å hente inn billig kapital når markedet er optimistisk (*windows of opportunity*).

For å få et bedre inntrykk av den aggregerte betydningen av egenkapitalinnhenting for børsnoterte selskaper er det også naturlig å se på utbetalinger fra selskapene. Den viktigste kanalen for dette er utbytte. Panel B i Figur 4.7 viser totalt

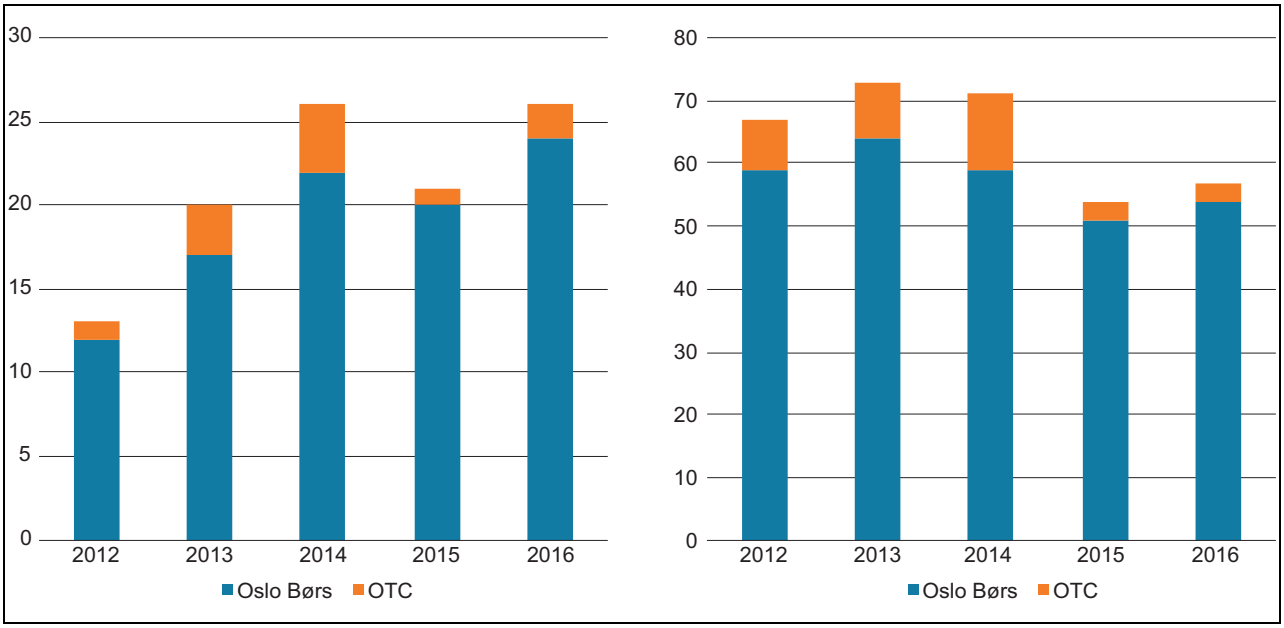
---

[12] Den mest kjente er Flash Crash-episoden på det amerikanske markedet 6. mai 2010, da aksjekursene falt med 7 prosent i løpet av 10 minutter og så hentet seg inn igjen like hurtig.

[13] «Front running» betyr å handle i forkant av ordrer du vet vil komme, for eksempel at en megler tjener på å handle for egen regning i forkant av en stor ordre fra en av sine klienter.

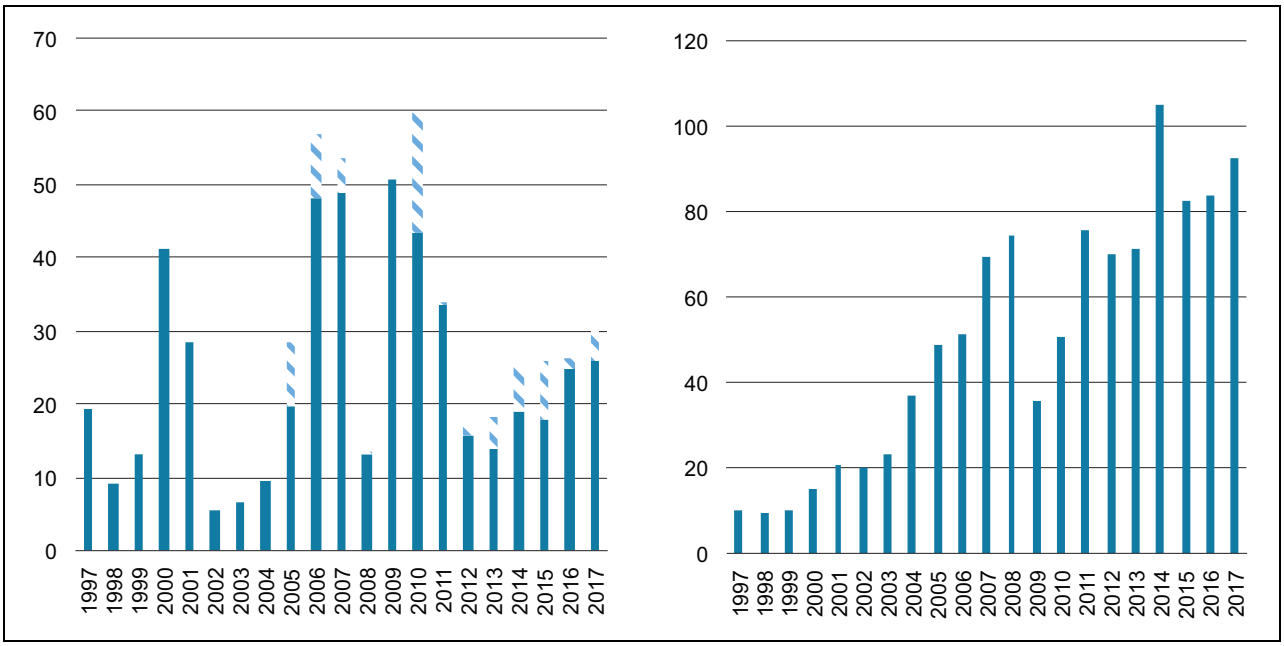
[14] Emisjoner i finanssektoren er utelatt fordi slike emisjoner typisk vil føre til en dobbelttelling i statistikken ved at midlene i neste runde dukker opp i næringslivet som egenkapitalemisjoner eller lån. Dette innebærer for eksempel at den store emisjonen i Skandiabanken i 2015 er utelatt.

[15] NOTC AS eier et informasjonssystem for norske unoterte aksjer, kalt NOTC-systemet. Systemet blir administrert av Verdipapirforetakenes Forbund. NOTC AS er eid av Oslo Børs ASA.



Figur 4.6 Aksjeemisjonsvolum i milliarder kroner (t.v.) og antall norske, ikke-finansielle foretak med emisjoner på Oslo Børs, Oslo Axess og NOTC (t.h.) . 2012–2016.

Kilde: Menon



Figur 4.7 Aksjeemisjonsvolum[1] (t.v.) og utbytte (t.h.) på Oslo Børs. Milliarder kroner. 1997–2017.

[1] Fra 2005 er andelen som ikke gjenspeiler ny kapital skravert.

Kilde: Oslo Børs

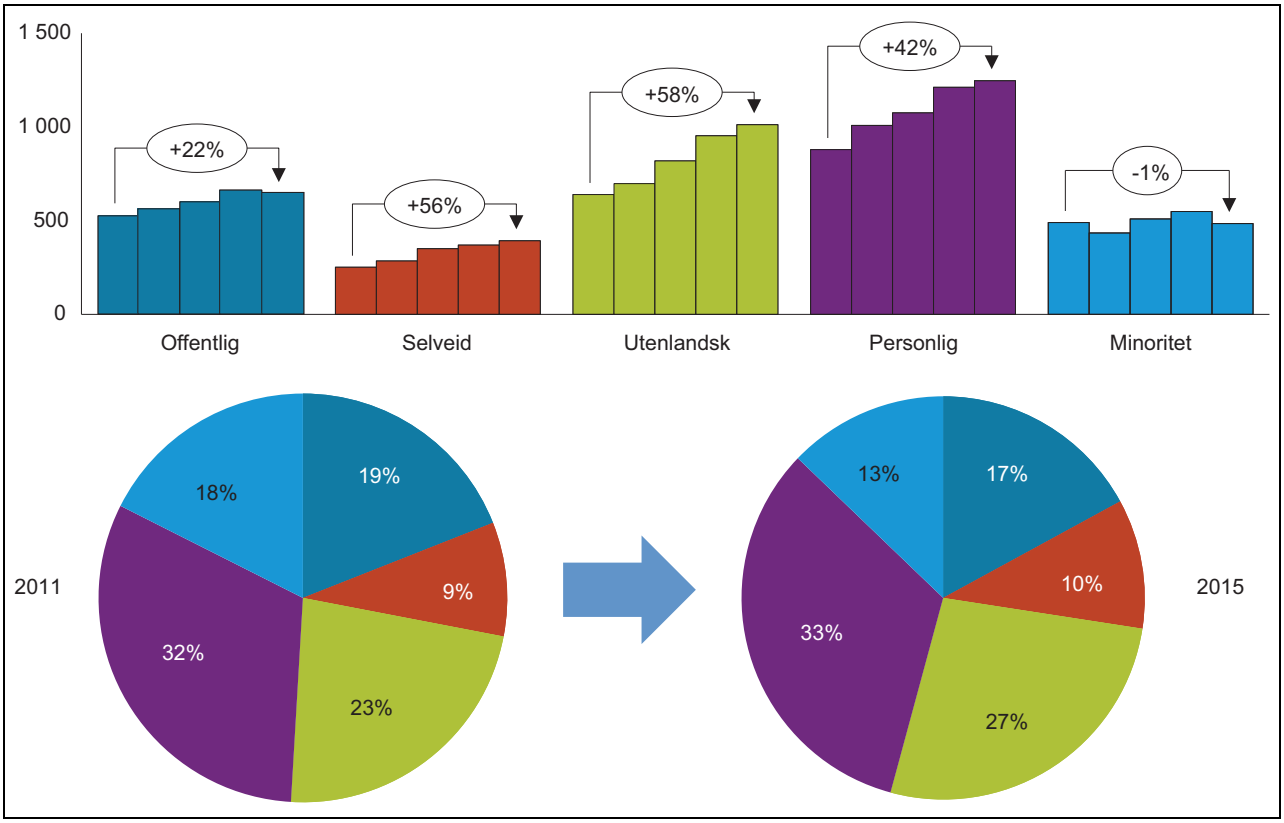
utbetalt utbytte i perioden 1997–2017. Vi ser at det i årene fra 2002 med noen unntak har blitt betalt ut mer utbytte enn det har blitt hentet inn kapital. For det enkelte selskap kan dette være høyst rasjonelle beslutninger, for eksempel basert på hvilken utviklingsfase selskapet er i eller behov for endringer i kapitalstruktur. Det kan også indikere at selskaper i kapitalkrevende vekstfaser i mindre grad er børsnoterte. I en vurdering av kapitaltilgangen til norsk næringsliv må vurderingen av aktiviteten på Oslo Børs også ta hensyn til at en del selskaper som er noterte der ikke er hjemmehørende eller aktive i Norge.

4.1.3 Eierstrukturen i norsk næringsliv

Figur 4.8 viser hvordan eierskapet til den bokførte egenkapitalen i norsk næringsliv (eksklusiv finanssektoren) har utviklet seg i perioden 2011–2015. Eierfordelingen skiller seg fra den som fremgår av figur 3.3 blant annet fordi det i figur 4.8 er noe andre inndelinger, i tillegg til at det er sortert på ultimate eiere, for eksempel ved at personlige eide investeringsselskaper er kategorisert som personlige eiere. Figur 4.8 er dessuten basert på innsamlede selskapsdata på årlig basis, mens fordelingen i figur 3.3 anvender eierandelene i Bøhren (2013) på samlede egenkapitalverdier fra 31.12.2016.

Den største eierkategorien er norske privatpersoner, som i 2015 sto for 33 prosent av eierskapet i norske bedrifter. I egenkapitalrapporten pekes det på at denne andelen nok er noe underestimert, både på grunn av investeringer gjennom utenlandske selskaper og fordi minoritetskategorien sannsynligvis i stor grad består av personlige eiere. Den nest største eierkategorien er utenlandske aktører, som i 2015 sto for 27 prosent av eierskapet. Denne kategorien er sannsynligvis noe overestimert, ettersom den også inneholder norsk eierskap gjennom utenlandske bedrifter. Det offentlige eide 17 prosent av norsk egenkapital i 2015, hovedsakelig gjennom eierskap i store nasjonale selskap som enten er eller har vært statlige eller regionale monopol, eller gjennom offentlig eide investeringsselskap som Folketrygdfondet og Argentum. Selveide aktører i form av stiftelser, samvirkeforetak, organisasjoner, pensjonskasser og så videre sto for om lag 10 prosent av eierskapet.

De utenlandske eierne har hatt den sterkeste veksten i eierandel de fem siste årene (4 prosent). Med gradvis lavere selskapsskatt, i tråd med skatteforliket, forventer ikke Menon at denne utviklingen vil stoppe opp. Personlige eiere og minoritetseierne har til sammen hatt en relativt stabil eierandel. Det offentlige har redusert sin eierandel med 2 prosentpoeng i perioden. Denne utviklingen er naturlig i den grad det offentlige ikke proaktivt går inn for å øke sin innflytelse på norsk næringsliv, og fordi Statens pensjonsfond utland har en strategi om bare å investere utenfor Norges grenser. Det er også eksempler på at staten har solgt seg ut av selskaper i løpet av perioden. For eksempel solgte staten sin eierandel på 59 prosent i Cermaq til Mitsubishi i 2014. Selveide organisasjoner



Figur 4.8 Utvikling i bokført egenkapital fordelt på eiertyper. Milliarder kroner (øverst) og andel (nederst). 2011–2015.

Kilde: Menon

har økt sin markedsandel med litt over ett prosentpoeng. Dette tilsvarer en økning av deres eierandel på om lag 25 prosent. Dette skyldes blant annet at mye penger har blitt lagt i stiftelser i løpet av perioden, som for eksempel Olav Thons Stiftelse, som ble opprettet i 2013 og har egenkapital på over 30 milliarder kroner.

Emisjoner fordelt på investortyper

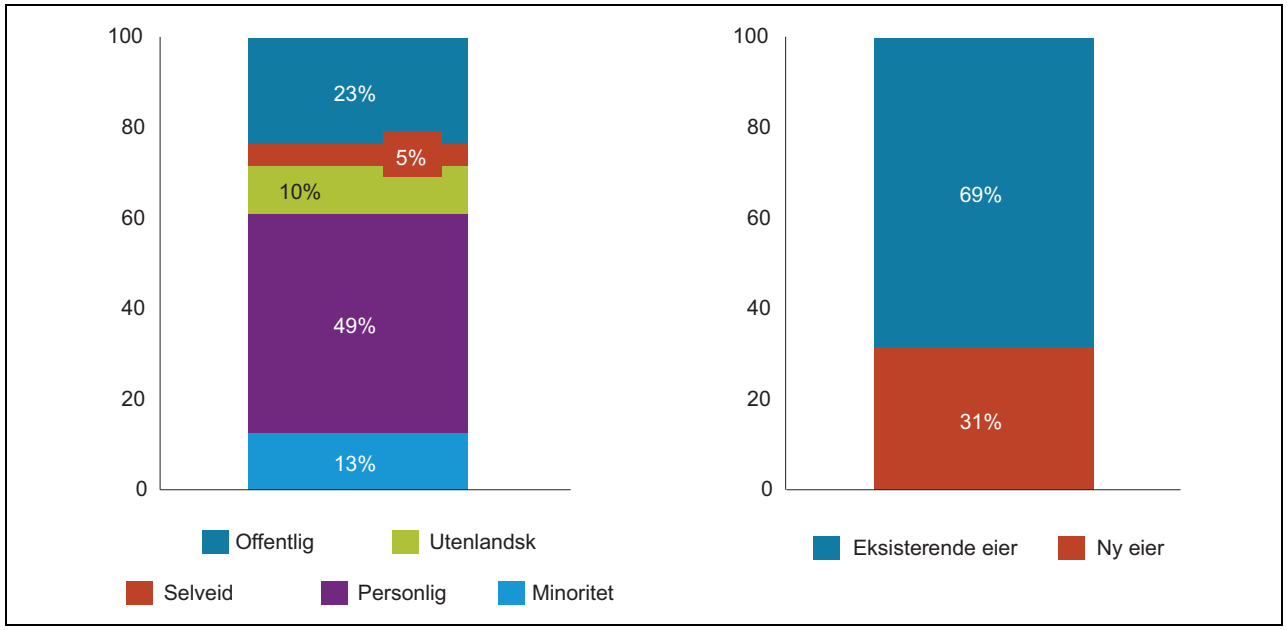
Figur 4.9 viser hvilke eiere som har investert i emisjonene utenfor børs og skiller også mellom nye og eksisterende eiere. Av de totalt 100 milliardene som er fanget opp av egenkapitalemisjoner utenfor børs, er det private norske eiere som har tilført mest egenkapital av eiertypene, med nærmere 50 prosent. Tar man i tillegg høyde for at også en god del av minoritetspostene er norske private investorer, står norske personlige eiere trolig bak halvparten av emisjonsvolumet i norsk næringsliv i perioden. Det offentlige er den nest største eiergruppen med i overkant av 20 prosent av emisjonskapitalen. En god del av dette knytter seg til store enkeltemisjoner i eksempelvis Statnett og Statkraft. Samtidig står det offentlige bak investeringsselskapet Investinor, som har vært involvert i en rekke emisjoner i vekstselskap i perioden. Utenlandske eiere har en mindre andel av emisjonsmarkedet, med bare 10 prosent av emisjonskapitalen utenfor børs.[16]

Figuren viser også om det er de eksisterende eierne som skyter inn mer kapital, eller om det også er nye aksjonærer som er med i emisjonen. Eksisterende eiere har stått for om lag 70 prosent av emisjonskapitalen i perioden, mens nye eksterne eiere har stått for en tredjedel. I henhold til Myers og Majlufs (1984) hakkeordensteori vil sistnevnte være en dyrere finansieringsform for eksisterende aksjonærer. Her spiller imidlertid markedsforholdene en stor rolle, og flere har pekt på at det gjennomføres flere emisjoner i perioder med gunstige konjunkturelle forhold hvor utsiktene til selskapenes fremtidige inntjening er gode.

Et interessant spørsmål er i hvilken grad eierstrukturen påvirker sannsynligheten for at et foretak henter inn kapital gjennom aksjeemisjoner. Basert på enkle tverrsnittsanalyser av observasjoner fra bedriftspopulasjonen for hvert av årene 2012 til 2015 finner Menon at:

– *Bedrifter hvor den dominerende eieren er en norsk person, har lavere tilbøyelighet til å gjennomføre emisjoner*: Forskjellene er robuste selv når man kontrollerer for bedriftsstørrelse og næring. Hvorvidt forskjellene skyldes vilje, eller om de skyldes evne til å hente inn kapital gjennom emisjoner, er usikkert. I snitt forventes det at utenlandske og offentlige eiere er mer kapitalsterke enn norske personlige eiere.

16 I rapporten pekes det imidlertid på at emisjoner i datterselskap av utenlandske konsern ikke er med i emisjonsstatistikken. Utenlandske eiere er derfor trolig underrepresentert i denne statistikken i forhold til deres reelle andel av emisjonsmarkedet. I tillegg viser tallene at den utenlandske andelen stiger når børsselskaper inkluderes.



Figur 4.9 Egenkapitalemisjoner utenfor børs i norsk næringsliv (eksklusive finanssektoren) fordelt etter eiertype (t.v.) og nye og eksisterende aksjonærer (t.h). 2012–2015.

Kilde: Menon

Det kan derfor være at det vil være lettere for disse eierne å hente inn mer kapital gjennom interne emisjoner blant eksisterende eiere enn det som er tilfellet for norske personlige eiere.

– *Emisjoner som får med seg nye investorer, er vanligst dersom selveide organisasjoner er største eier*: Her kontrolleres det for ulike bedriftsstørrelser og næringsinndeling. Bedrifter der største eier er en norsk personlig eier, gjennomfører færrest emisjoner med nye investorer totalt sett. Forskjellene er derimot mindre her enn for emisjoner generelt.

4.1.4 Utvalgets vurderinger av egenkapitalmarkedet

Tilgangen på egenkapital er avgjørende for å opprettholde vekst, sysselsetting og nyskaping i næringslivet. Effektive reguleringer, stabile, konkurransedyktige rammevilkår, og et velfungerende finansielt system er over tid den beste garantien for at norske bedrifter får tilgang til nødvendig egenkapital. Etter utvalgets vurdering er det norske egenkapitalmarkedet på et overordnet plan velfungerende.

Det er mer enn 212 000 registrerte aksjeselskaper i Norge, og det har de siste årene blitt etablert mange nye selskaper. Dette sier imidlertid lite om reell vekst i verdiskaping og sysselsetting. Om lag tre av fire selskap har tre eller færre sysselsatte. Bare 221 selskaper er børsnotert, og Oslo Børs er igjen dominert av noen få store, modne selskaper.

Det blir løpende gjennomført et stort antall emisjoner i unoterte selskaper, og norske private eiere er avgjørende for denne kapitaltilgangen. Det er ikke dokumentert åpenbare «hull» i emisjonsmarkedet, men utvalget mener likevel at egenkapitaltilgangen for mindre bedrifter med et kapitalbehov i størrelsesorden opptil 20 millioner kroner er utfordrende. Emisjonsvolumet for de noterte selskapene er vesentlig mer syklisk, og det norske kapitalmarkedet har i stor grad blitt dominert av petroleumssektoren og relaterte næringer.

Behovet for å få utviklet nye større vekstselskaper er blitt forsterket etter nedgangen i oljeprisen med en etterfølgende svak utvikling i mange oljerelaterte virksomheter. Utvalget er også opptatt av at det private direkte eierskapet i børsnoterte selskaper er lavt, og at staten og utenlandske eiere har dominerende posisjoner. Tilfanget av nye større vekstselskaper har vært svært begrenset. Tiltak som kan stimulere til at flere selskaper børsnoteres, og til økt direkte eller indirekte privat eierskap i aksjer, vil dermed være ønskelig. Opprettelse av aksjesparekonto er et positivt tiltak.

Egenkapitalrapporten[17] underbygger at tilgangen på egenkapital til fast eiendom relativt til andre sektorer har vært dominerende de senere årene. Skattemessig favorisering av investeringer i fast eiendom har i stor grad bidratt til en økt kapitaltilgang til eiendomssektoren. Tiltak som kan bidra til mindre skattefavorisering av fast eiendom, vil kunne gi økt tilgang til kapital innen andre sektorer.

4.2 Pensjonskapital

Dette kapittelet handler om forvaltning av pensjonskapital i Norge. Pensjonssparing har en langsiktig karakter, og pensjonskapital forvaltes normalt av store og profesjonelle aktører (pensjonsinnretninger). Dette tilsier at pensjonskapital bør være en viktig kilde til langsiktig finansiering i kapitalmarkedet.

Pensjonskapital er underlagt omfattende regulering, både i form av krav til pensjonsinnretningene (virksomhetsregulering) og krav til utforming for å sikre interessene til medlemmene av en pensjonsordning (produktregulering). Norske pensjonsinnretninger er underlagt norske regler som er basert på et felles EU-regelverk, men det er adgang til avvik mellom land på enkelte områder. Det følger av mandatet at utvalget skal påpeke systemiske særtrekk eller føringer i norsk regulering sammenlignet med regulering i våre naboland og EU. En av de viktigste begrunnelsene for regulering av pensjonskapital er å sikre verdien av kravene fra nåværende og fremtidige pensjonister. I det norske regelverket har dette hensynet dominert hensynet til at en høyere forventet finansiell avkastning som følge av risikoeksponering i kapitalmarkedet kan bidra til høyere pensjoner og/eller lavere innbetalingsbehov. I utformingen av det norske regelverket er det også lagt særlig vekt på hensynet til konkurranse mellom selskaper som forvalter pensjonskapital, og i den forbindelse regler som legger godt til rette for flytting av pensjonskontrakter.

Behov for bredere tjenestepensjonsdekning, erfaringene fra finanskrisen, økt levealder, utsikter til et langvarig lavere rentenivå og mer risikosensitive kapitalkrav har medvirket til en endring i forretningsmodell mot produkter der innskytere

[17] Utarbeidet for utvalget av Menon Economics. Se nærmere omtale i kapittel 1.5.

selv kan velge porteføljesammensetning og bære avkastningsrisikoen (innskuddspensjoner). Det har også utløst debatt om hva som er et godt styringsregime for den betydelige pensjonskapitalen som fremdeles har garantier og forsikringselementer (ytelsespensjoner).

4.2.1 Pensjonssystemet

Det er vanlig å dele pensjonssystemet inn i tre pilarer. Pilar I er pensjonsytelser fra det offentlige (folketrygden), pilar II er pensjonsytelser fra sparing i arbeidsforhold (tjenestepensjon) og pilar III er privat pensjonssparing. I dette kapittelet omtaler vi i hovedsak pilar II, tjenestepensjon.

Pensjonssparing er kjennetegnet ved at sparingen skjer over lang tid, og ved at sparemidlene ikke kan utbetales før pensjonsutbetalingene starter. En høy gjennomsnittlig årlig avkastning på sparemidlene sikrer et høyt nivå på oppspart kapital ved utgangen av spareperioden og reduserer behovet for årlige tilskudd til ordningen. Den lange tidshorisonten gjør at avkastningsresultatet ett enkelt år har relativt liten betydning for gjennomsnittsavkastningen. Dette tillater investeringer i eiendeler som kan ha store årlige verdisvingninger. Fordi utbetalingene kommer først etter en relativt lang spareperiode, kan sparingen også skje i mindre likvide eiendeler. Begge disse forholdene gjør at midlene i pensjonssparing i utgangspunktet bør være en viktig kilde til risikokapital, se boks 4.2.

Tjenestepensjonssparingen utenom Statens pensjonskasse skjer gjennom livsforsikringsforetak eller pensjonskasser («pensjonsinnretninger») og er fondert. Fondering betyr at det skal være øremerkede eiendeler i pensjonsinnretningene som minst har samme verdi som beregnet nåverdi av de fremtidige pensjonsutbetalingene. Reguleringen av markedet for pensjonssparing har blant annet som formål å sikre nåværende og fremtidige pensjonisters pensjonsutbetalinger. Reguleringer er lagt både på pensjonsinnretningene og på selve sparekontraktene (produktregulering).

Den som bærer avkastningsrisikoen i pensjonssparingen, kan påvirke investeringssammensetningen av midlene. I innskuddspensjonsordninger bærer medlemmet (arbeidstakeren) avkastningsrisikoen. For ytelsespensjonsordninger, utenom fripoliser, bærer i hovedsak arbeidsgiver avkastningsrisikoen. I en ytelsespensjonsordning er det en minimumsgaranti for det fremtidige nivået på pensjonsutbetalingene, og arbeidsgiver betaler en rentegarantipremie som kan variere over tid, for å oppnå dette nivået. For fripolisene er det pensjonsinnretningene, i hovedsak livsforsikringsforetakene, som plikter å oppfylle rentegarantien, mens det er en asymmetrisk overskuddsdeling mellom pensjonsinnretningen og medlemmet ved en meravkastning utover den garanterte minimumsavkastningen. Medlemmet kan frivillig velge å omdanne fripolisen til en fripolise med investeringsvalg, og da vil medlemmet selv bære avkastningsrisikoen. Boks 4.1 gir en nærmere beskrivelse av ulike typer private tjenestepensjonsordninger.

Det lave rentenivået de senere årene har bidratt til en sterk økning i innskuddspensjon på bekostning av ytelsespensjon. Rentenivået påvirker denne utviklingen på to måter. For det første er avkastningen på rentebærende plasseringer nær null, og for det andre blir kapitalisert verdi i dag (nåverdien) av fremtidige pensjonsutbetalinger vesentlig større når diskonteringsrenten faller. De fleste arbeidsgivere må føre disse forpliktelsene som gjeld på bedriftens balanse. Tradisjonelle ytelsesordninger utfordrer derfor ønsket kapitalstruktur og finansiering av bedriftene.

Verdien av ytelsespensjonskontraktene (beholdningen), inkludert fripolisene, er imidlertid fortsatt betydelig større enn verdien av innskuddspensjonskontraktene. Samlet sett er risikonivået høyere (aksjeandelen er høyere) i innskuddspensjonsordninger og i pensjonskasser. Mulige årsaker til dette kan være at en liten del av fripolisene ligger i pensjonskassene, og at det kan være en overvekt av unge som har innskuddspensjon. Unge arbeidstakere, med en lang sparehorisont, kan, og bør trolig, være villige til å ta mer risiko enn tilfellet er for dem som har kort tid igjen til pensjonering.

Nivået på den implisitte avkastningsgarantien på pensjonsmidlene i ytelsesordninger (beregningsrenten) kan påvirke forvaltningen av sparemidlene. Denne avkastningsgarantien følger av at leverandørene i sin premiesetting har lagt inn en forutsetning om fremtidig avkastning på midlene. Meravkastning ett år kan etter bestemte regler avsettes og benyttes til å dekke opp mindreavkastning i påfølgende år. Disse tilleggsavsetningene kan imidlertid ikke utgjøre mer enn 12 prosent av beregnet verdi (kontantverdi) av pensjonskravene, og tilleggsavsetningene kan ikke benyttes til å dekke negativ avkastning.

Fripolisene er ferdig betalte kontrakter uten ytterligere premieinnbetalinger. Dette gjør at pensjonsinnretningen, spesielt når rentenivået er lavt, ønsker å ta lav risiko for å redusere sannsynligheten for å bruke egne midler (egenkapital) for å oppfylle rentegarantien. Den årlige rentegarantien må ses i sammenheng med flytteretten for pensjonskontrakter. En årlig tilordning av midler til

Boks 4.1 Private tjenestepensjonsordninger

Det er tre parter i en privat tjenestepensjonsordning, arbeidsgiver (sponsor), medlem (nåværende og tidligere ansatte) og et selskap som tilbyr forvaltning av pensjonskapitalen (pensjonsinnretning).

Lov om obligatorisk tjenestepensjon stiller krav om at flertallet av bedrifter i privat sektor med ansatte må ha en tjenestepensjonsordning. Loven setter videre som minstekrav at det skal spares tilsvarende to prosent av de ansattes lønn mellom 1 G og 12 G. Bedriften kan likevel velge en ordning med høyere opptjening (inntil fastsatte maksimalnivåer), og det kan avtales at de ansatte selv skal betale inn innskudd til pensjonsordningen.

Bedrifter som ikke plikter å opprette tjenestepensjonsordning for sine ansatte, kan fortsatt velge å ha en innskuddspensjonsordning med skattefavorisering. Mange bedrifter har også en separat pensjonsordning som ikke er opprettet etter reglene om de skattefavoriserte tjenestepensjonsordningene.

Tidligere har skattefavoriserte pensjonsordninger hos private bedrifter i hovedsak vært såkalte ytelsesordninger (etter lov om foretakspensjon). De senere årene har utbredelsen av innskuddsordninger (etter lov om innskuddspensjon) økt. Dette skyldes både at de fleste bedrifter som har opprettet pensjonsordning etter at lov om obligatorisk tjenestepensjon trådte i kraft i 2006, har valgt innskuddspensjon, og at bedrifter som har hatt ytelsesordninger, har erstattet disse med innskuddsordninger. Fra 2014 har bedriftene også kunnet velge å opprette en såkalt hybridordning (etter lov om tjenestepensjon), men denne typen ordning har foreløpig liten utbredelse.

I en *ytelsesordning* fastlegges først en garantert pensjonsytelse, som regel med livsvarig utbetaling, før pensjonspremien beregnes på grunnlag av medlemmenes lønn og tjenestetid til enhver tid og med forutsetninger om blant annet avkastning, uførehyppighet og dødelighet. Garanterte ytelser er betinget enten på tilgjengelig kapital i ordningen eller fremtidige innbetalinger og er mer en beregningsmåte enn er reell garanti. Pensjonsinnretningen kan i tillegg kreve inn en egen årlig og justerbar premie for avkastningsrisikoen den tar på seg. Avkastning utover garantinivået skal som hovedregel tilfalle arbeidsgiverforetakets premiefond, som igjen kan benyttes til å betale fremtidige premier eller brukes til oppregulering av ytelsene.

Pensjonsytelsene skal tjenes opp lineært over minst 30 år. Som regel vil målsatt størrelse på fremtidig pensjon fastsettes som en andel av den ansattes lønn. Ved lønnsøkning vil derfor pensjonsytelsen og årlige premier øke, men den allerede avsatte premiereserven avhenger av tidligere lønnsnivå. Lønnsøkninger utløser derfor krav til oppjustering av premiereserven for å ta høyde for det nye lønnsnivået gjennom en engangspremie.

En person som fratrer en ytelsesordning, vil få med seg sin del av pensjonsmidlene i en fripolise. For fripoliser bærer selskapet hele risikoen for negativ avkastning, men beholder inntil 20 prosent av et eventuelt avkastningsoverskudd. Det er innført en adgang for fripoliseinnehavere til frivillig å si fra seg den garanterte avkastningen og bære avkastningsrisikoen selv, og da kunne bestemme sammensetningen av investeringsporteføljen og få tildelt all avkastning.

I en *innskuddsordning* er arbeidsgivers årlige betalinger til pensjonsordningen som oftest fastsatt som en andel av de ansattes lønn. Denne andelen kan være økende med lønnsnivået i to trinn, over og under 7,1 G, og jevner ut fordelingseffektene i pensjoner fra folketrygden. Pensjonens størrelse avhenger av størrelsen på innskuddene og avkastningen som oppnås på forvaltningen av innskuddene. Lønnsøkning gir høyere innskudd, men det er ikke krav til oppjustering av tidligere avsatte midler. I innskuddspensjonsordninger kan medlemmene (de ansatte) selv velge sammensetningen av investeringsporteføljen og bærer da avkastningsrisikoen og får tildelt all avkastning. Utbetalingene fra innskuddspensjonsordninger er som oftest såkalt opphørende. Det vil si at de bare utbetales i et på forhånd fastsatt antall år.

Personer som fratrer innskuddspensjonsordninger, får med seg sin oppsparte pensjonsformue i et pensjonskapitalbevis.

De såkalte *hybridordningene* har egenskaper fra både innskudds- og ytelsesordninger. I oppsparingsperioden ligner hybridordningen en innskuddsordning, men med den forskjellen at midler som frigjøres dersom medlemmer dør før pensjonsmidlene er utbetalt (dødelighetsarv), tilfaller forsikringskollektivet og fordeles på medlemmene og ikke arvingene. I utbetalingsfasen ligner hybridordningene en ytelsesordning ved at det ved uttak av pensjon som hovedregel skal beregnes en livsvarig forsikret pensjonsytelse.

Personer som fratrer hybridordninger, får med seg sin oppsparte pensjonsbeholdning i et pensjonsbevis.

Boks 4.2 Pensjon i et kapitalforvaltningsperspektiv

I henhold til finansteorien skal en investors beslutninger om risikonivå og sammensetning av en finansformue ses i sammenheng med størrelsen på og egenskapene ved andre inntekter og eiendeler, samt hva formuen skal brukes til. Noe forenklet kan man si at investorer må vurdere sin risikobærende evne ut fra hvor godt de tåler dårlige tider på kort og lang sikt. For en som sparer til pensjon, vil teorien normalt tilsi en større risikoeksponering tidlig i livet som så reduseres når pensjonsalderen nærmer seg.

På kort sikt er risiko faren for store verdisvingninger. For en sparer med betydelige løpende forpliktelser, kan kortsiktige svingninger i formue få store konsekvenser. På lang sikt er risikoen faren for at sparingen ikke gir økning i kjøpekraft, og i verste fall redusert kjøpekraft. Avkastningen av aksjer er forventet å være høyere enn for rentebærende investeringer, men svinger mer på kort sikt. Historisk har man fått en betydelig høyere realisert realavkastning på lang sikt. En høy forventet aksjepremie over tid indikerer like fullt høy reell risiko.[1] Nominelle statsobligasjoner med lang løpetid innebærer også risiko, på kort sikt på grunn av kursendringer, på lang sikt på grunn av inflasjon. For kredittobligasjoner kommer i tillegg risiko for mislighold og tap.

Pensjonsinnretningene må basere aktivafordelingen på sine forpliktelser, men vil også i varierende grad omfattes av regulatoriske krav som begrenser risikotakingen. For innskuddsbaserte ordninger er det medlemmene selv som velger porteføljesammensetningen og bærer avkastningsrisikoen. Formålet for pensjonsinnretningen vil da være å gi best mulig avkastning av pensjonsinnskuddene, gitt risikoen medlemmene er villige til å bære. For det enkelte medlem bør det i utgangspunktet være mulig å sette sammen en optimal portefølje, basert på antakelser om forventet avkastning og risiko for ulike investeringsobjekter. Ordningen innebærer imidlertid at de innskutte midlene bindes opp inntil man når pensjonsalderen. Manglende informasjon eller kunnskap kan også gjøre det vanskelig for mange å velge en optimal investeringsstrategi, og de kan derfor ende opp med for lav kapital på pensjoneringstidspunktet.

For ytelsesbaserte ordninger er det pensjonsinnretningene og/eller arbeidsgiver som bærer avkastningsrisikoen. Formålet for tilbyder av denne type ordninger er mer komplisert siden ulike aktører (ansatte, pensjonister, arbeidsgiver, og skattebetalere) har ulike krav på fondets aktiva og ulike forpliktelser ved en eventuell underdekning.

For ytelsesbasert pensjonskapital anbefaler litteraturen en investeringsstrategi der investeringene knyttes til forpliktelsene, omtalt som *asset liability management* (ALM). ALM er et generelt risikostyringsprinsipp som innebærer at en virksomhet forsøker å stabilisere resultatet, eller avkastningen, ved å sette sammen en balanse som er slik at eiendeler (*assets*) og forpliktelser (*liabilities*) har tilsvarende risikoprofil. For ytelsesbaserte pensjonsordninger vil både forpliktelser og avkastning av kapitalen være usikker. Det kan derfor være krevende å foreta en slik tilpasning ettersom en risikofaktor kan påvirke de to sidene av balansen ulikt.

Risikoen for ikke å kunne innfri fremtidige pensjonsforpliktelser bestemmes blant annet av størrelsen på premieinnbetalingene og andelen av fondets kapital som investeres i risikable aktiva. Risikoen for ikke å kunne innfri fremtidige forpliktelser antas normalt å være lavere dersom pensjonsfondenes kapital investeres i obligasjoner med tilnærmet like lang løpetid som forpliktelsene. Man gir da samtidig slipp på en høyere forventet avkastning ved investeringer i mer risikable aktiva som aksjer. Ved å investere i risikable aktiva søker pensjonsinnretningene å bedre forholdet mellom verdien av kapitalen og nåverdien av fremtidige forpliktelser, og å redusere risikoen knyttet til lengre forventet levealder og lønns- og prisutvikling (BIS, 2007). I en tjenestepensjonssammenheng, for eksempel for kommuner i Norge, vil investering i risikable aktiva kunne redusere den delen av pensjonene som må finansieres av skatteinntekter siden man forventer et større avkastningsbidrag.

[1] I NOU 2016: 20 om aksjeandelen i Statens pensjonsfond utland skriver utvalget på side 85 at en høy aksjepremie indikerer høy reell risiko, både når økonomiske ressurser har størst verdi og også på lang sikt, dersom veksten i verden blir lav eller det inntreffer katastrofer. Historiske data fanger normalt ikke opp alle delene av usikkerheten om fremtidig avkastning. Man har for eksempel data for bare en hundreårsperiode, mens avkastningsforløpet kunne hatt en rekke alternative forløp.

den enkelte kontrakt sikrer at det er liten usikkerhet om hvor store verdier som skal overføres til ny pensjonsinnretning ved en flytting. Det har de senere år ikke vært særlig flytting av kontrakter fordi pensjonsinnretningene ikke er villig til å motta ytelseskontrakter med høye garanterte renter. Fripolisene har fått sine overskudd brukt til finansiering av økt levealder (oppreservering til «langt liv»). Etter hvert som de vil være oppreservert, vil kundene kunne velge å konvertere dem til fripoliser med investeringsvalg.

Ordninger der avkastningen utover garantert avkastning i større grad kan benyttes til å dekke mindreavkastning i påfølgende år, vil bidra til at det kan tas mer risiko i forvaltningen av pensjonsmidlene. Det har tidligere blitt fremmet forslag om å bedre mulighetene for oppbygging og anvendelse av buffere for å legge til rette for mer risikotaking i forvaltningen av pensjonskapitalen. Finansdepartementet har høsten 2017, blant annet etter innspill fra LO, YS og Finans Norge satt ned en arbeidsgruppe for å vurdere regelverket for pensjonsprodukter med garantier, herunder fripoliser. Finansnæringen, arbeidstaker- og arbeidsgiverorganisasjoner og Forbrukerrådet deltar i en referansegruppe for dette arbeidet.

4.2.2 Pensjonssparing

Flere valgmuligheter og større ansvar

Pensjon er en fremtidig ytelse. Den tradisjonelle alderspensjonsordningen består av innbetalinger gjennom yrkesaktiv alder, fulgt av utbetalinger etter oppnådd pensjonsalder. I norsk sammenheng ble rammene for skattefavoriserte tjenestepensjonsordninger satt av forskrift om tjenestepensjon etter skatteloven fra 1968 (TPES). Den ble avløst av lov om foretakspensjon og supplert av lov om innskuddspensjon med virkning fra 2001 og deretter supplert av lov om tjenestepensjon med virkning fra 2014. I offentlig sektor har utformingen i stor grad fulgt av lov om Statens pensjonskasse fra 1916, i tillegg til at pensjonene er del av tariffavtalene mellom arbeidsgiver- og arbeidstakerorganisasjonene.

Den tradisjonelle pensjonssparingen har vært forsikringsbasert, blant annet ved at sparingen fra alderspensjonister som lever kort, overføres til dem som lever lenge, slik at arvinger ikke får del av denne sparekapitalen. I forsikring har inndelingen i individuelle og kollektive avtaler vært et klart skille, med ulike kostnader og dermed ulike priser.

Skattefavoriseringen av pensjonsordninger i arbeidsforhold ble utvidet til å inkludere innskuddspensjon i 2000, med virkning fra 2001. Eventuell gjenstående kapital i en innskuddsordning utbetales til arvingene. De som lever lenge, kan da tilsvarende oppleve å ha spart for lite til sin pensjon. En pensjonsordning som følger denne loven, vil derfor i stor grad fremstå som sammenlignbar med annen fondsbasert sparing.

De fleste arbeidsgivere har plikt til å ha tjenestepensjonsordning for sine ansatte. Lov om obligatorisk tjenestepensjon setter minstekrav om alderspensjon og såkalt innskudds-/premiefritak ved uførhet. Det vil si at innskudd skal betales frem til avtalt pensjonsalder dersom den ansatte må fratre på grunn av uførhet før oppnådd pensjonsalder. Foretaket kan frivillig inkludere andre ytelser, som uførepensjon og etterlattepensjon.

Våren 2016 ble det satt ned en arbeidsgruppe for å utrede fremtidige pensjonsordninger i privat sektor. Mandatet for utredningen omfatter blant annet en vurdering av om arbeidstakere bør få adgang til å opprette en pensjonskonto for samling av sine pensjonsmidler fra ulike kilder hos en selvvalgt pensjonsinnretning og spørsmål knyttet til individuell tilleggssparing og håndtering av pensjon ved jobbskifte. Gruppen leverte sin rapport i desember 2016.[18] Finansdepartementet sendte 21. november 2017 på høring et høringsnotat om nødvendige lovendringer for å få plass en ordning med egen pensjonskonto, basert på arbeidsgrupperapporten.

Fra inntektsåret 2017 er det innført en ny ordning for skattefavorisert individuell sparing til pensjon (IPS) og en utvidelse av skattefavorisert pensjonssparing for selvstendig næringsdrivende. Det årlige sparebeløpet i den nye IPS-ordningen kan være opptil 40 000 kroner, mot 15 000 kroner i gjeldende ordning. Grensen for skattefavorisert sparing til pensjon for selvstendig næringsdrivende økes fra 4 til 6 prosent av beregnet personinntekt fra næring. Næringsdrivende vil også kunne spare i den nye ordningen for skattefavorisert individuell sparing til pensjon.

For de fleste er folketrygdens ytelser fortsatt en viktig del av fremtidig pensjon. Med pensjonsreformen som trådte i kraft 1. januar 2011, er det lagt større valgmuligheter og ansvar på den enkelte. Reformen skal bidra til å sikre et pensjonssystem som er finansielt bærekraftig over tid, og den åpner samtidig for individuelle valg av pensjonstidspunkt med mer.

---

[18] Finansdepartementet (2016a) Egen pensjonskonto og andre tilpasninger i privat tjenestepensjon.

Med individuelle valg følger kunnskaps- og oversiktsbehov. Det kreves at den enkelte er i stand til å forstå konsekvensene av sine valg, særlig at alderspensjonsytelser krever sparing i yngre år. Da må tilgangen til informasjon være god, samtidig som kunnskap og opplæring i å anvende denne informasjonen blir viktigere. I dag er personlig økonomi i svært liten grad inkludert i opplæringen i skolen, og det er vanskelig å finne en systematisk og god etterutdanning på området.

Utfordringer i et lavrenteregime

En vesentlig andel av den norske pensjonssparingen er knyttet til kontrakter med årlig rentegaranti. Pensjonsinnretningene må tilpasse avgitte garantier til sin risikobærende evne.[19] I all hovedsak har disse lagt seg på maksimalnivået for avkastningsgarantier. Med fallende rentenivå har grensen for høyeste garanterte avkastning blitt gradvis nedjustert for nye kontrakter og for ny opptjening i eksisterende kontrakter. For eksisterende forpliktelser har den forblitt på det opprinnelige nivået. Selskapenes gjennomsnittlige avkastningsgaranti har derfor falt saktere enn garantien for ny opptjening. Enkeltselskaper har dermed et sett med avtaler med ulik garantert avkastning. Gjennom flere år har en rekke selskaper hatt en gjennomsnittlig garantert avkastning for sin portefølje som overstiger faktisk avkastning målt til markedsverdier. Obligasjoner som er kjøpt tidligere og klassifisert som «hold til forfall», vil imidlertid i en periode kunne gi en regnskapsmessig avkastning som er høyere enn den garanterte avkastningen. Etter hvert som disse obligasjonene forfaller, må midlene enten reinvesteres i obligasjoner med lavere avkastning eller i investeringsalternativer der både forventet avkastning og risiko er høyere. Høyere risiko gjør at pensjonsinnretningen må akseptere større verdisvingninger i bytte mot forventet langsiktig høyere avkastning.

Lavere rentegaranti medfører at premieinnbetalingene må økes for en gitt ytelse. I tillegg til økt premie for rentegaranti for tidligere opptjening blir ordninger med avtalte ytelser dyrere for arbeidsgiver å finansiere når rentenivået faller. I tillegg er pensjonsløftene i en ytelsesordning en gjeld som må regnskapsføres på arbeidsgivers balanse og kan derfor utfordre arbeidsgiverselskapenes soliditet. Dette er de viktigste årsakene til at mange foretak i privat sektor har gått over til innskuddsbaserte ordninger de siste årene. For forsikringsselskapene innebærer denne overgangen ofte at de oppsparte midlene i den gamle ordningen omdannes til fripoliser. For fripolisene kan ikke forsikringsselskapene ta inn rentegarantipremie. Selskapet har i stedet rett til en andel av et eventuelt overskudd på kapitalavkastningen, se egen omtale i boks 4.1.

Retten til å flytte en pensjonskontrakt fra et forsikringsselskap til et annet ble lovfestet i slutten av 1980-årene og kan ses som en forutsetning for aktiv konkurranse. Ønsket om å enkelt kunne flytte polisene medførte krav til full kontoføring av hver polises kapital og den omtalte kontinuerlige rentegarantien. Et fallende rentenivå kombinert med kontinuerlig gjeldende garantert avkastning i eksisterende pensjonsordninger innebærer at livselskapene ikke forventer å generere et overskudd hvis de overtar en ytelsesordning fra et konkurrerende selskap. Flyttingen fra ett selskap til et annet har dermed blitt tilnærmet ikke-eksisterende. Det betyr også at medlemmene igjen er låst til dagens tilbyder, med de konsekvenser bortfallet av konkurranse kan medføre. Et eksempel her er kommunale tjenestepensjoner der KLP Forsikring nå er eneste tilbyder, utenom de kommunale pensjonskassene, etter at de private livsforsikringsselskapene ikke lenger fant denne virksomheten interessant.

Etter nye lov- og forskriftsregler har det fra september 2014 imidlertid vært mulig for forsikringsselskapene og fripoliseinnehaverne til frivillig å inngå avtale om konvertering av fripolisekontraktene til fripoliser med investeringsvalg. Før slik konvertering kan skje, må kontraktene oppkapitaliseres for «langt liv». Det vil si at kontraktene må tilføres midler for å ta hensyn til at den forsikrede lever lenger enn det som ble lagt til grunn da det ble krevd inn premier.[20] En slik konvertering innebærer at fripoliseinnehaveren sier fra seg rentegarantien mot å få bestemme hvordan kapitalen skal forvaltes, og få beholde all avkastning.

Konvertering til fripoliser med investeringsvalg har hittil skjedd i et svært begrenset omfang. Den vanligste forklaringen er at rentegarantien i en fripolise er verdifull fordi den ofte er langt høyere enn renten på tilnærmet risikofrie plasserin-

[19] Med innføringen av Solvens II gjelder ikke lenger maksimal beregningsrente for livsforsikringsforetakene, men den gjelder for pensjonskassene. For pensjonskassene er maksimal beregningsrente, for tiden 2 prosent, den maksimale avkastningen som kan garanteres for nye premieinnbetalinger i en ytelsesordning.

[20] Oppkapitalisering i henhold til ny levealderstabell begynte i 2014. Økningen kan skje over en periode på maks 7 år. Meravkastning over garantert rente kan benyttes til oppkapitaliseringen, men minimum 20 prosent av oppkapitaliseringen skal dekkes av pensjonstilbyder.

ger i markedet. Det kan da være mer lønnsomt å beholde fripolisen og heller justere øvrige formueskomponenter dersom man ønsker høyere forventet avkastning og risiko på sin formue. Kravet om at fripolisen skal være fullfinansiert etter de nye dødelighetsantakelsene med mer har nok også forsinket overgangen.

I en situasjon med full avtalefrihet om garantier og fri forhandling om pris burde fripoliser med investeringsvalg være et interessant alternativ for de fleste fripolisehavere. En tilleggsforklaring kan derfor være at det institusjonelle rammeverket rundt fripoliser er blitt så komplisert at det er vanskelig for fripolisehavere å orientere seg om muligheter og konsekvenser av en konvertering. Det kan også være kompliserende at bare alderspensjonsdelen av en fripolise kan konverteres (eventuell uførepensjon, premiefritak ved uførhet og etterlattepensjoner vil videreføres i fripolisen).

4.2.3 Pensjonsregelverket

Mange lover og regler påvirker samfunnets pensjonssparing i arbeidsforhold og hvordan denne pensjonskapitalen forvaltes. Reguleringen av pensjonsinnretningene, reglene for pensjonsinnretningenes kapitalisering og soliditet og reguleringen av pensjonsproduktene (produktregelverket) står sentralt, men også regelverket som gjelder skattlegging, arbeidsforhold og folketrygd er av betydning.

Det sentrale i forvaltningen av sparemidlene er avveiningen mellom forventet avkastning og avkastningsrisikoen som beslutningsfatter må bære, se boks 4.2. Noe forenklet kan man si at produktregelverket bestemmer fordelingen av avkastningsrisikoen mellom de tre partene (pensjonsinnretning/tilbyder, sponsor og arbeidstaker/medlem). Kapitalregelverket bestemmer hvilke kapitalbuffere pensjonsinnretningen må ha i forhold til pensjonsforpliktelsene de har påtatt seg. Virksomhetsreglene for finansforetak og produktreglene for tjenestepensjon angir hvilke typer finansforetak som kan tilby tjenestepensjonsordninger.

I Europa er det stor variasjon mellom landene når det gjelder om pensjonssparingen hovedsakelig skjer i pensjonskasser eller i livsforsikringsforetak.[21] Variasjonen er også stor mellom landene når det gjelder fordelingen mellom innskudds- og ytelsespensjon, og når det gjelder utformingen av avkastningsgarantien i ytelsespensjonsordningene. Dette viser at det er nasjonalt handlingsrom i utformingen av produktregelverket. Som en del av EØS er Norge bundet av EU-direktivene som regulerer forsikringsforetak (Solvens II) og pensjonskasser (pensjonskassedirektivet, IORP). Solvens II er et «fullharmoniseringsdirektiv» med liten adgang til nasjonal tilpasning. Solvens II inneholder detaljerte regler og krav til forsikringsforetakenes soliditet. Tjenestepensjonsdirektivet er et «minimumsharmoniseringsdirektiv» som gir stor mulighet for nasjonal tilpasning.

Pensjonssparing skjer over en lang tidsperiode og partene må regne med at det kan komme regulatoriske endringer i løpet av perioden. Grunnlovens regler om at lover ikke skal gis tilbakevirkende kraft, har blitt anført som en kilde til beskyttelse av arbeidstakernes opparbeidede pensjonsrettigheter.[22] Dersom regelendringer bare gjelder ny opparbeiding av fremtidige pensjonsrettigheter vil det ta tid, på grunn av den lange spareperioden, før en stor andel av pensjonskapitalbeholdningen gjenspeiler de nye reglene.

Pensjonsinnretningene

Regler for å etablere og drive virksomhet som tilbyr forvaltning av pensjonskapital, er fastsatt i finansforetaksloven. Formålet med loven er å bidra til finansiell stabilitet og at finansforetak virker på en hensiktsmessig og betryggende måte.

Finansforetaksloven bruker betegnelsene *forsikringsforetak* (livsforsikringsforetak, skadeforsikringsforetak, kredittforsikringsforetak og gjenforsikringsforetak) og *pensjonsforetak*. Pensjonsforetak omfatter pensjonskasser og innskuddspensjonsforetak.[23] Betegnelsen *pensjonsfond* eksisterer i Norge, men disse er få og de er ikke viktige når man vurderer samlet tjenestepensjonssparing i Norge. Pensjonsfond var en konstruksjon opprettet med formål om å etablere en pensjonsordning på sikt, og der tilskutte midler og formue var unntatt beskatning. Lov om foretakspensjon krevde at fondene skulle benyttes til formålet innen rimelig tid eller tilbakeføres mot beskatning.

Det er bare livsforsikringsselskaper og pensjonskasser som kan forvalte de forsikringsba-

[21] Financial Stability Board. (2017). *Report on Private Pension Schemes: functioning, vulnerabilities and future challenges.*

[22] Dette spørsmålet er blant annet diskutert i NOU 2013: 3 *Pensjonslovene og folketrygdreformen III*. Utredning nr. 27 fra Banklovkommisjonen.

[23] Ifølge konsesjonsregisteret i Finanstilsynet var det 9. mai 2017 registrert 13 livsforsikringsforetak, 37 kommunale pensjonskasser, 48 private pensjonskasser og 1 innskuddspensjonsforetak.

serte pensjonsordningene. Reguleringen har som utgangspunkt at bare disse foretakene skal tilby såkalt forsikringselement for eksempel ved at midler overføres fra dem som dør tidlig, til dem som dør senere (dødelighetsarv). Tilsvarende er det forsikringselement i uførepensjon og etterlattepensjon. I alderspensjonsordninger tilføres dødelighetsarv løpende i både spare- og utbetalingsperioden.

Et livsforsikringsselskap er et separat aksjeselskap eller et gjensidig selskap som tilbyr opprettelse og forvaltning av blant annet pensjonsordninger. En pensjonskasse er stiftet av samme arbeidsgiverforetak som opprettet pensjonsordningen, og den forvalter derfor bare denne pensjonsordningen. Når en arbeidstaker slutter i foretaket og meldes ut av pensjonsordningen, kan pensjonskassen overføre forpliktelsene knyttet til personen til et livselskap. Pensjonskasser kan også selv velge å forvalte fripoliser som er utgått fra egen ordning.

Offentlig tjenestepensjon omfatter tariffestede tjenestepensjoner i stat og kommune. Pensjoner som er sikret gjennom lov om Statens pensjonskasse, finansieres løpende over statsbudsjettet og er derfor ikke fonderte. Kommunale tjenestepensjoner har i hovedsak den samme utformingen som de statlige, men kan avvike fordi de inngår i lønnsforhandlingene i sektoren og vil avvike fordi de følger samme regler om finansiering som pensjonsytelser i næringslivet. Men kommunale pensjoner er fonderte på samme måte som de private tjenestepensjonsordningene. I dag er hoveddelen av kommunale pensjonsytelser avsatt i livsforsikringsselskapet KLP, men noen kommuner har egne pensjonskasser.

Innskuddspensjon åpnet markedet for nye pensjonsaktører. Innskuddspensjonsloven inneholder ikke krav om forsikringselement knyttet til død eller uførhet. Innskuddspensjon kan derfor være en sparing hvor oppspart kapital går til avdødes arvinger, og ikke til forsikringskollektivet. Dermed kan en innskuddspensjonsordning som oppfyller kravene til skattefavorisering, også etableres i bank, innskuddspensjonsforetak eller forvaltningsselskap for verdipapirfond. Dette gjøres imidlertid i liten grad i dag.

Produktregelverket

De tre produktene ytelsespensjon, innskuddspensjon og hybridpensjon er regulert av egne lover og forskrifter. Disse lovene og forskriftene, sammen med blant annet reglene for pensjonsinnretningenes organisering, virksomhet og kapitaldekning, setter rammer for hvordan produktene er utformet. Med utforming av produktene menes kjennetegn som pris (premie), utbetalingsbeløp, forvaltning av pensjonskapitalen, og hvilke forsikringselementer som er med i produktet. Skattereglene bestemmer hvordan ordningene beskattes.

Tall for pensjonsordningene viser at pensjonskapitalen tilordnet fripoliser utgått fra ytelsesordninger forvaltes med spesielt lav risiko (lav aksjeandel), se kapittel 4.2.4. En årsak til dette er reglene om årlig garantert avkastning og begrensninger i adgangen til å bygge opp og anvende buffere i kapitalforvaltningen. Disse reglene omtales ofte som en del av produktregelverket.[24]

Den årlige garantien for ytelsesbaserte ordninger følger av beregningsrenten som blir benyttet i premieberegningen. Regelverket setter krav til pensjonsinnretningens fondering og balanseføring (verdivurdering) av pensjonsforpliktelsene. Forpliktelsen skal balanseføres (med betegnelsen «premiereserve») som forskjellen mellom nåverdien av fremtidige forpliktelser og nåverdien av fremtidige nettopremier. Fordi det for en fripolise ikke foretas ytterligere premiebetalinger, vil nåverdien for fripoliser i hovedsak bestå av nåverdien av de fremtidige pensjonsutbetalingene. For hvert år man nærmer seg pensjonsutbetalingen, er pensjonsinnretningen forpliktet til å tilføre kontraktene (øke nåverdien av forpliktelsen med) en avkastning tilsvarende kontraktens beregningsrente.[25] Eventuelle overskudd utover beregningsrenten skal i utgangspunktet tilføres medlemmene årlig. For fripoliser kan leverandørene ta inntil 20 prosent av overskuddet, og tildelingen av øvrige overskudd skal som hovedregel skje ved at de garanterte ytelsene skrives opp. Regelverksutviklingen for overskuddsdelingen er nærmere beskrevet i boks 4.3.

En fleksibel adgang til å bygge opp og anvende avkastningsbuffere kan legge til rette for økt risikotaking i kapitalforvaltningen. Etter gjeldende regler kan urealiserte gevinster samles opp i kursreguleringsfond, og avkastningsoverskudd kan settes av til tilleggsavsetninger. Disse tilleggsavsetningene kan, etter bestemte regler, benyttes til å dekke opp mindreavkastning i påfølgende år. Tilleggsavsetningene kan imidlertid ikke utgjøre

[24] Regler om tilleggsavsetninger, kursreguleringsfond, bruk av overskudd osv. følger blant annet av forsikringsvirksomhetsloven.

[25] Siden pensjonsytelsene er garantert på nominelle nivåer, må det tilføres avkastningsoverskudd (avkastning over garantert avkastning) dersom ytelsene ikke skal reduseres i realverdi.

Boks 4.3 Nærmere om regelverksutviklingen for overskuddsdelingen

I Ot.prp. nr. 74 (2003–2004) ble det lagt frem forslag til ny forsikringsvirksomhetslov. Frem til en ny forsikringsvirksomhetslov trådte i kraft 1. januar 2008, beregnet selskapene en pris til medlemmene basert på aktuarmessige beregninger med sikkerhetsmarginer. Premien ble beregnet for ett år, og ved slutten av året beregnet selskapet et avkastningsresultat, et risikoresultat og et kostnadsresultat som igjen ble slått sammen til et forsikringsteknisk resultat. Underskudd på et av disse resultatene kunne slik dekkes inn i overskudd på et annet resultat. Det endelige forsikringstekniske overskuddet, med fradrag for eventuelle tilleggsavsetninger, ble delt mellom medlem (65 prosent) og selskap (35 prosent). Dette hadde blant annet sammenheng med at det ikke var noe klart skille mellom medlem- og selskapsmidler, slik at overskuddet ble beregnet på grunnlag av hele forvaltningskapitalen, der også selskapenes egne midler inngikk.

Fra og med 2008 ble overskuddsdelingen avviklet for kollektive ordninger og erstattet av at selskapene beregner premier der det spesifiseres betaling for ulike risikoer og kostnader (avkastningsrisiko, personrisiko, administrasjonskostnader og så videre), og der et fortjenesteelement legges inn i premiene. Begrunnelsen for endringer var blant annet å bidra til gjennomsiktighet i premiefastsettelsen og dermed til konkurransen i markedet. Avviklingen av overskuddsdelingen hadde også sammenheng med at man innførte et klart skille mellom midler tilsvarende selskapenes egenkapital (selskapsporteføljen) og midler til dekning av forpliktelser overfor medlemmenes (kollektiv- og investeringsvalgporteføljene). Dette skillet innebar en modell der avkastningen på selskapets midler skulle tilfalle selskapet, og avkastning på medlemmenes midler skulle tilfalle medlemmene. Det ble samtidig også innført separate overskudd på henholdsvis finansavkastning og risikoresultatet, i motsetning til tidligere regler, hvor underskudd på ett resultat kunne dekkes opp av overskudd på det andre. Det kan også tas en egen premie for selve rentegarantien, som fastsettes årlig.

For fripoliser ble overskuddsdelingen beholdt, men endret slik at selskapet maksimalt kan ta 20 prosent av overskuddet. Denne modellen ble valgt fordi fripoliser som nevnt er ferdig betalte kontrakter. Det vil si at selskapene ikke kan kreve inn ytterligere premier og dermed heller ikke beregne et fortjenesteelement inn i premiene.

Både for løpende ordninger og fripoliser bærer selskapet hele risikoen for negativ avkastning, men beholder en mindre del av et eventuelt avkastningsoverskudd. Isolert sett gir dette selskapene insentiver til å ta liten investeringsrisiko i kundeporteføljene. I fripoliser har dette direkte konsekvens for fremtidig pensjon mens i løpende ordninger vil netto innbetalinger fra forsikringstaker måtte øke om avkastningen er lav.

mer enn 12 prosent av verdien av forsikringsforpliktelsen, og de kan ikke benyttes til å dekke negativ avkastning. Dersom beregningsrenten er 3 prosent og avkastningsresultatet er -2 prosent, vil altså tilleggsavsetningene kunne dekke en avkastning på 3 prosent mens kontrakten må tilføres 2 prosent fra pensjonstilbyderen eller arbeidsgiveren. Regelen om at tilleggsavsetninger ikke kan dekke negativ avkastning, følger av et krav om at summen av premiereserven og tilleggsavsetninger ikke kan reduseres på annen måte enn ved en utbetaling til den forsikrede.[26] I tillegg til å benytte meravkastning til tilleggsavsetninger kan pensjonsinnretningene få særlig tillatelse til i perioder å benytte overskudd på medlemmenes midler til å dekke underskudd på risikoresultatet, slik de har hatt og har anledning til nå for å møte utfordringene ved økt levealder.

Kapitalregelverket

Norske forsikringsselskaper er underlagt et felles EU-kapitalregelverk, i form av reglene i Solvens II. Reglene setter krav til hvor stor selskapenes kapital skal være i forhold til risikoen i selskapenes virksomhet. En viktig begrunnelse for reguleringen er å sikre verdien av kravene fra nåværende og fremtidige pensjonister. Det har i Norge vært tradisjon for å regulere livsforsikringsforeta-

[26] Det har tidligere blitt fremmet forslag om å bedre mulighetene for oppbygging og anvendelse av buffere. Forslag fra FNO og Finanstilsynet om at blant annet tilleggsavsetninger skal kunne benyttes til å dekke negativ avkastning er omtalt på s. 34–35 i NOU 2012:3 *Fripoliser og kapitalkrav*.

kene og pensjonskassene likt, slik at regelverket ikke skal favorisere en selskapsform for organisering av tjenestepensjonssparingen fremfor en annen.

Før 1. januar 2016 ble livsforsikringsforetakene og pensjonskassene kapitalmessig regulert etter EU-reglene som omtales som Solvens I. Solvens I setter krav til hvor stor kapitalen skal være i forhold til forsikringsrisikoen i foretaket (passivasiden i balansen). Dette omtales som et krav til solvensmarginkapital. I tillegg var det et særnorsk krav knyttet til aktivasiden (eiendelene) på balansen. Dette kravet, som ble omtalt som et krav til kapitaldekning, lå nær Basel I-kravet for bankene. I praksis var kapitaldekningskravet som oftest strengere enn solvensmarginkravet.

Fra 1. januar 2016 er livsforsikringsforetakene regulert etter Solvens II, og det tidligere kapitaldekningskravet ble opphevet både for livsforsikringsforetakene og pensjonskassene. Pensjonskasser er regulert etter tjenestepensjonsdirektivet i EU. EU vedtok et revidert tjenestepensjonsdirektiv i desember 2016 med frist for gjennomføring i nasjonal lovgivning i EU-landene i januar 2019. Det reviderte tjenestepensjonsdirektivet inneholder imidlertid ikke noe nytt felles kapitalkrav, og pensjonskassenes soliditet er derfor fortsatt regulert etter Solvens I. Pensjonskassene har i flere år rapportert, og rapporterer fortsatt, resultatene fra en stresstest til Finanstilsynet. Denne stresstesten er en forenklet utgave av stresstesten som benyttes i Solvens II for å bestemme kapitalkravet.[27]

Før 1. januar 2016 var det kvantitative begrensninger på sammensetningen av eiendelene (investeringene) som skulle sikre (dekke) de fremtidige utbetalingsforpliktelsene fra livsforsikringsforetakene og pensjonskassene. Disse begrensningene var gitt i kapitalforvaltningsforskriften. Med innføringen av Solvens II bortfalt kapitalforvaltningsforskriften for livsforsikringsforetakene, men den er videreført for pensjonskassene. Reglene er nå i kapittel 4 i pensjonsforetaksforskriften.[28]

For å vurdere hvilke føringer kapitalkravene legger på sammensetningen av pensjonsinnretningenes investeringsportefølje, må man vurdere det regulatoriske kapitalkravet opp mot sammensetningen av forsikringsforpliktelsene. For eksempel vil et lavt rentenivå isolert sett medføre et høyere kapitalkrav under Solvens II enn Solvens I. Kapitalkravet for fripoliser vil også være høyere enn for andre ytelseskontrakter.

Nye kapitalkrav for pensjonskasser

Tjenestepensjonsdirektivet i EU omfatter ikke kapitalkrav og prinsipper for solvensregulering. Dette gir nasjonalstatene stor frihet til selv å definere disse kravene og prinsippene. Finanstilsynet har på oppdrag fra Finansdepartementet utarbeidet utkast til nye kapitalkrav for pensjonskassene. Utkastet har vært på høring og er til behandling i Finansdepartementet.[29]

Finanstilsynet foreslår at pensjonskassene underlegges en forenklet versjon av de nye kapitalkravene for forsikringsforetak (Solvens II-kravene). Disse kravene er basert på oppdaterte og markedsbaserte verdsettinger av eiendeler og forpliktelser. Formålet med endringene er å gjøre kapitalkravet mer betryggende, ved at det skal gjenspeile risikoen i selskapene bedre, inkludert risiko knyttet til kapitalforvaltning. Like kapitalkrav vil også bidra til like konkurransevilkår mellom leverandørene i tjenestepensjonsmarkedet. De foreslåtte kravene vil innebære strengere kapitalkrav for norske pensjonskasser. Finanstilsynet foreslår at nye kapitalkrav for pensjonskasser innføres med virkning fra 1. januar 2018, men med en overgangsfase til 1. januar 2032.

Pensjonskasseforeningen har sammen med blant annet NHO, LO, Pensjonistforbundet og NITO engasjert Samfunnsøkonomisk Analyse til å vurdere effektene av de nye kravene.[30] I rapporten konkluderes det med at eventuelle gevinster i form av økt sikkerhet for fremtidige pensjoner og like konkurransevilkår må veies opp mot vesentlige samfunnsøkonomiske kostnader ved reguleringsendringen:

– Pensjonskassene har i dag en betydelig høyere aksjeandel enn livsforsikringsforetakene, se figur 4.10. De nye kravene vil medføre at mange pensjonskasser velger å kvitte seg med aksjer til fordel for obligasjoner. Beregninger utført i rapporten antyder at det nye regelverket kan utløse en reduksjon i aksjeandelen på mellom 20 og 40 prosentpoeng.

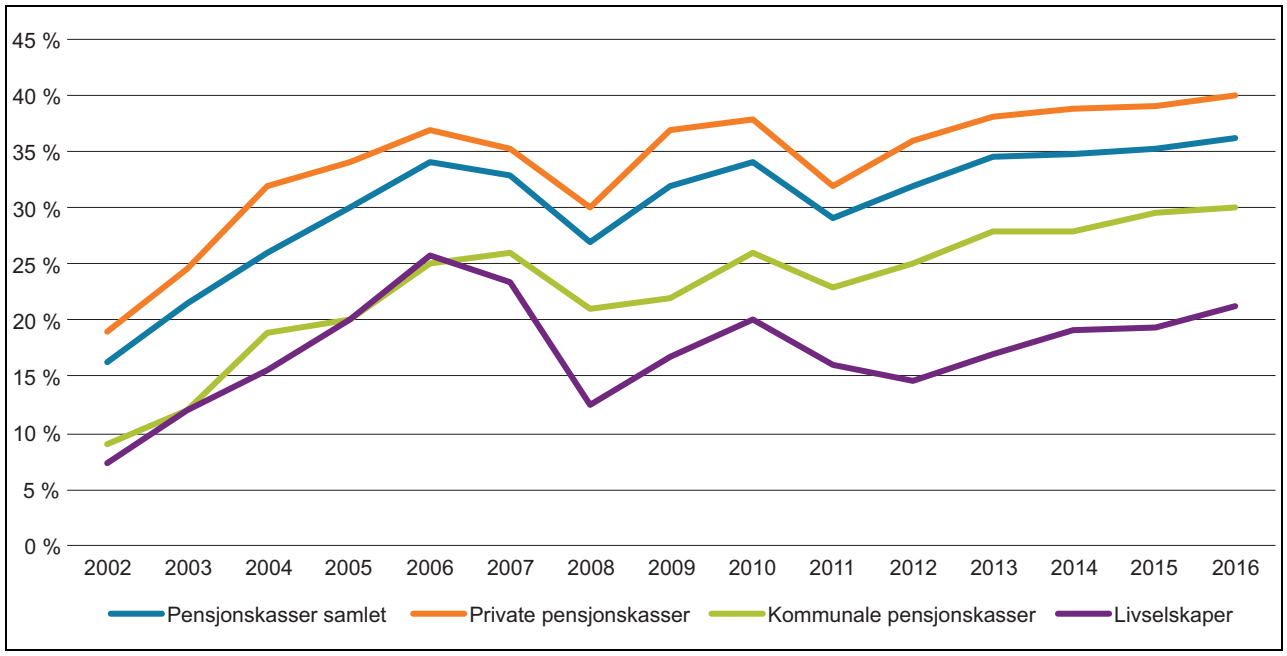
---

[27] Denne stresstesten omtales som «Stresstest I». I tillegg rapporteres det en «Stresstest II» som viser effekten på solvensmarginkravet.

[28] Med innføringen av Solvens II gjelder heller ikke lenger maksimal beregningsrente for livsforsikringsforetakene, men den gjelder for pensjonskassene. Maksimal beregningsrente er den maksimale avkastningen som kan garanteres for nye premieinnbetalinger i en ytelsesordning. Den maksimale beregningsrenten er for tiden 2 prosent.

[29] Se https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing--nye-kapitalkrav-for-pensjonskasser/id2512815/

[30] Cappelen Bjøru. E. m.fl. (2016). *Økonomiske effekter av strengere kapitalkrav til pensjonskasser.*



Figur 4.10 Utvikling i aksjeandel for pensjonskasser og livselskaper. Prosent av forvaltningskapital. 2002–2016.

Kilde: Pensjonskasseforeningen

– Redusert aksjeandel i pensjonskassene vil virke negativt for alle parter i en pensjonsavtale. Beregninger utført i rapporten viser at akkumulert avkastning de siste 13 årene har vært klart høyere i pensjonskassene enn i livsforsikringsforetakene. Nedsalget vil også virke negativt på likviditet og kapitaltilgang i det norske egenkapitalmarkedet.
– Grunnleggende forskjeller mellom pensjonskasser og livforsikringsselskaper legitimerer ulik reguleringspraksis. En pensjonskasse er en ikke-kommersiell enhet som er etablert for å ivareta en bedrift, et offentlig foretak eller en kommunes pensjonsløfte til egne ansatte. Det er stor grad av interessesammenfall mellom rettighetshavere og pensjonskassens arbeidsgiver, og det betales ikke utbytte.

4.2.4 Tall for pensjonskapitalmarkedet

Størrelse og sammensetning av tjenestepensjonssparingen i Norge

Ved utgangen av 2016 utgjorde pensjonsforpliktelsene for offentlig og privat tjenestepensjon i livsforsikringsforetak og pensjonskasser i overkant av 1 287 milliarder kroner, se tabell 4.1. En stor overvekt av pensjonsforpliktelsene er ytelsesbaserte.[31] Offentlige ordninger utgjorde i underkant av 590 milliarder kroner eller 53 prosent av de totale ytelsesbaserte ordningene. I løpet av 2016 økte kapitalen i ytelsesbaserte ordninger med 62 661 millioner, mens innskuddsbaserte ordninger økte med 31 547 millioner.

Samlet verdi av forvaltet pensjonskapital er betydelig høyere i livsforsikringsforetakenes enn i pensjonskassene. Ved utgangen av 2016 utgjorde livsforsikringsforetakenes andel av total forvaltet kapital i tjenestepensjonsordninger i overkant av 81 prosent. Av dette var 14 prosent eller om lag 174,5 milliarder kroner innskuddspensjon.

Lavere avkastning i markedene innebærer økte premieinnbetalinger for ytelsesbaserte ordninger. Dette, samt kravet til å balanseføre forpliktelsene som gjeld, som omtalt tidligere, har bidratt til at selskaper i økende grad har gått over til innskuddsbaserte ordninger de siste årene. På grunn av fripolisene og offentlige ordninger var likevel økningen av kapital i ytelsesordninger i 2016 om lag dobbel så stort som økningen i innskuddsordningene

Avvikling av ytelsesordninger i privat sektor har ført til en betydelig økning i volumet av fripoliser, se figur 4.11. De totale forsikringsforpliktelsene innen privat tjenestepensjon var ved utgangen av juni 2017 på 577 milliarder kroner, hvorav fripoliser utgjorde 299 milliarder kroner. Fripoli-

[31] Ytelsesbaserte pensjonsforpliktelser beregnes som nåverdien av de fremtidige pensjonene en pensjonsinnretning har påtatt seg å utbetale, basert på et sett med konvensjoner. Midlene som til enhver tid er avsatt til fremtidige pensjonsformål i en pensjonsinnretning, vil som regel overstige forpliktelsene av både skattemessige og reguleringsmessige grunner.

Tabell 4.1 Sammensetningen av fonderte pensjonsforpliktelser for tjenestepensjon. 31.12.2016

	Livsforsikring		Pensjonskasser		Totalt		Δ fra 31.12.15
Fonderte tjenestepensjoner	Mill. kr	Pst.	Mill. kr	Pst.	Mill. kr	Pst.	Mill. kr
Ytelsesbaserte ordninger	870 115	83	242 622	100	1 112 737	86	62 661
Innskuddsbaserte ordninger	174 463	17			174 463	14	31 547
Totalt	1 044 578	100	242 622	100	1 287 200	100	91 924

Kilde: Statistisk sentralbyrå

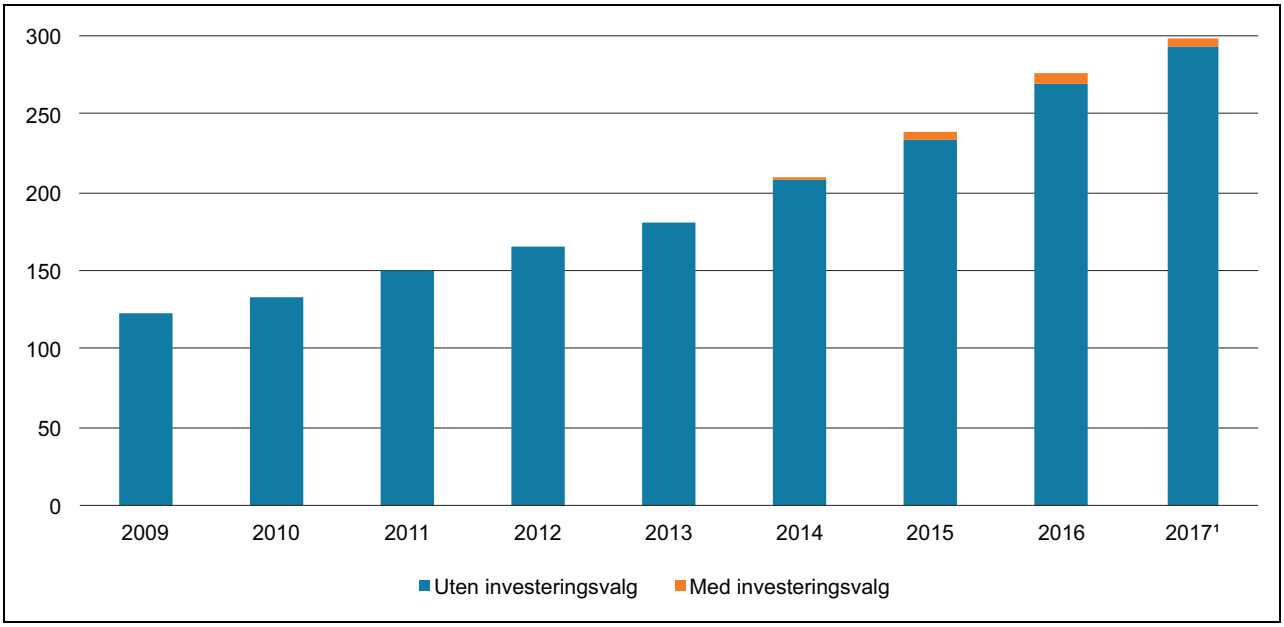
sebestanden har økt med 9 prosent siden inngangen til 2017 og utgjør nå 52 prosent av samlede forpliktelser i privat tjenestepensjon. Fripoliser med investeringsvalg utgjør en beskjeden andel av bestanden. Pensjonskapitalbevisene fra avsluttede arbeidsforhold med innskuddspensjon fortsetter også å vokse, og de utgjorde ved halvårsskiftet om lag 64 milliarder kroner. Dette er en økning på 31 prosent sammenlignet med samme periode året før.

Aktivasammensetning – pensjonsinnretninger i Norge

Figur 4.12 viser sammensetningen av livsforsikringsforetakenes kollektivporteføljer (hovedsakelig knyttet til ytelsespensjoner og andre garanterte produkter) og investeringsporteføljer (hovedsakelig knyttet til innskuddspensjoner) ved utgangen av 2016. Om lag 15 prosent av kapitalen i de kollektive ordningene er plassert som aksjer og andeler.[32] Til sammenligning utgjør aksjer og andeler i overkant av 68 prosent av kapitalen i investeringsporteføljen. Andelen mer risikable aktiva er altså betydelig høyere når medlemmene selv kan velge porteføljesammensetning. En årsak til dette kan være at en stor andel av midlene i innskuddsordninger er knyttet til yngre mennesker, som normalt vil velge en høy aksjeandel ut fra lengre investeringshorisont. Tall fra Finans Norges viser at om lag 60 prosent av medlemmene med aktiv innskuddspensjon i aldergrupper helt opp til 60 år har en aksjeandel i intervallet 40 til 60 prosent, mens tilsvarende andel for medlemmer over 60 år er 30 prosent.

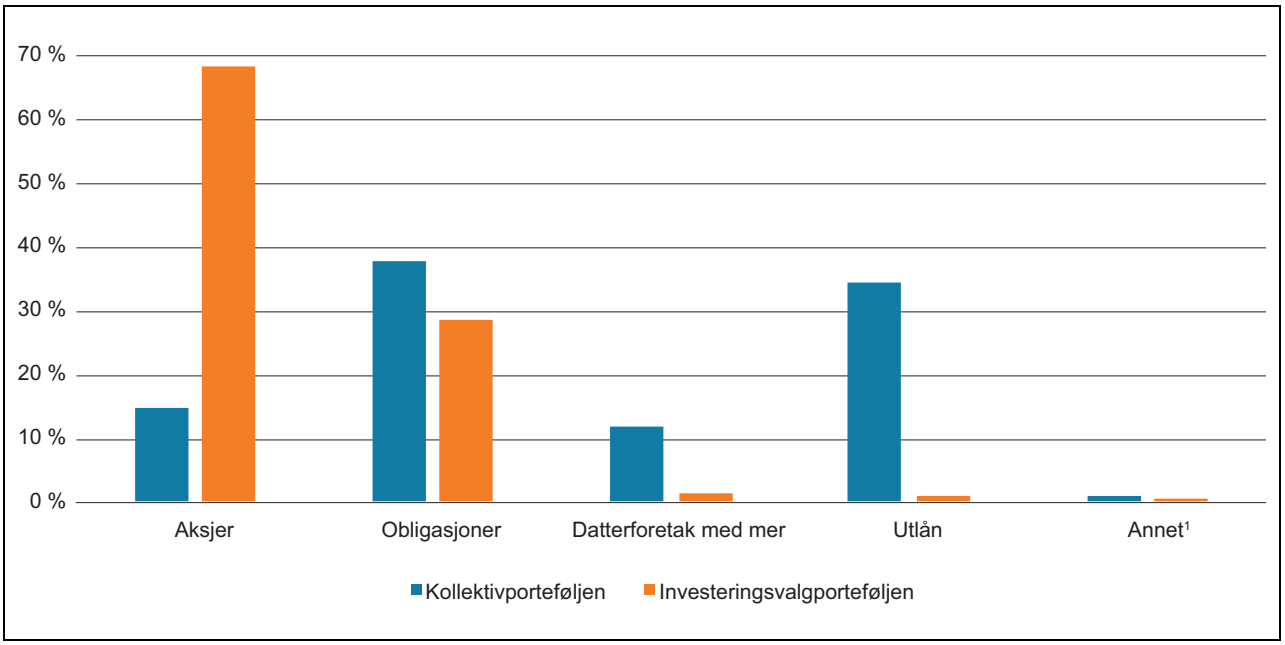
Livsforsikringsforetakene har ikke noen kvantitative begrensninger på investeringer i unoterte aksjer, men omfanget av slike investeringer er lite.

[32] For fripoliser uten investeringsvalg er aksjeandelen ifølge Finans Norge om lag 5 prosent.



Figur 4.11 Forpliktelser i fripoliser. Milliarder kroner. 2009–2017.[1]

[1] Per 30. juni 2017
Kilde: Finans Norge



Figur 4.12 Aktivasammensetningen til livsforsikringsforetakenes samlede kollektiv- og investeringsporteføljer. Prosent av total. 31.12.2016.

[1] Av dette er 46 millioner investert i eiendom i kollektivporteføljen.

Kilde: Finans Norge

Opplysninger Finans Norge har mottatt fra enkelte selskaper, viser at unoterte investeringer varierer fra marginalt til om lag 6–7 prosent av selskapenes kollektivporteføljer. Unoterte investeringer er begrenset i innskuddsordningene ved at kapitalen må plasseres i fond som prises på daglig basis og er likvide for hyppigere kjøp og salg.

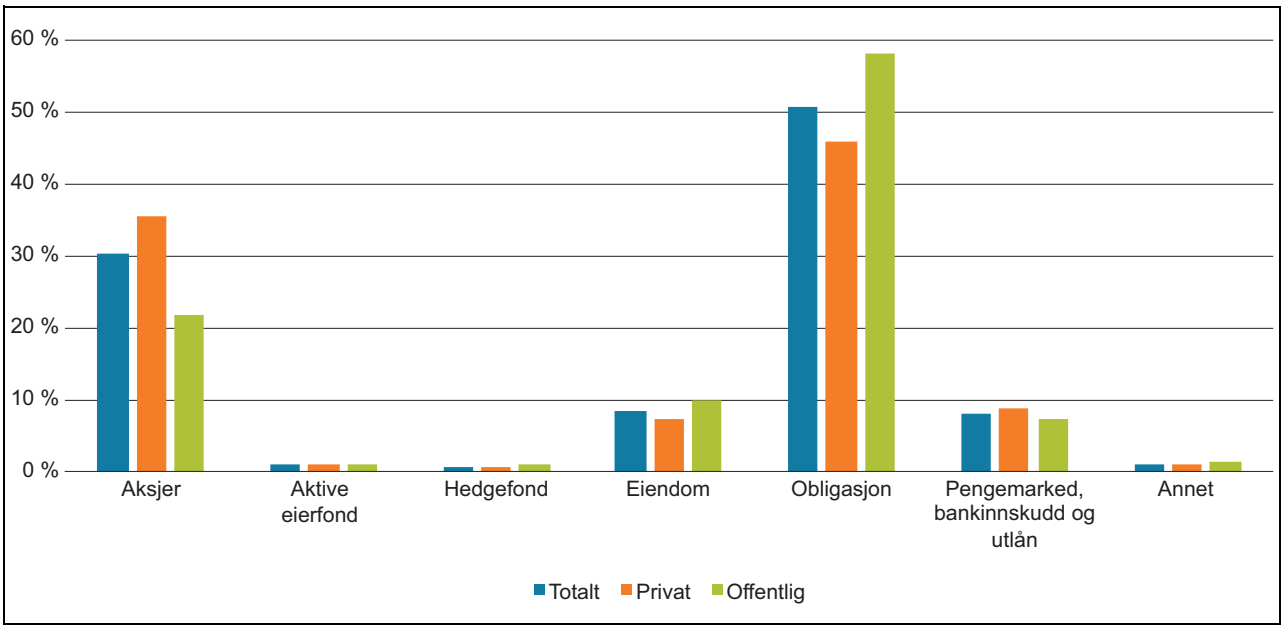
Pensjonskassenes forpliktelser for ytelsespensjon utgjorde ved utgangen av 2016 242,6 milliarder eller i underkant av 22 prosent av forvaltet kapital i ytelsesbaserte tjenestepensjonsordninger. Pensjonskassene forvalter ikke innskuddspensjon.

Figur 4.13 viser aktivasammensetningen for norske pensjonskasser ved utgangen av 2015. Totalt hadde pensjonskassene om lag 30 prosent av sine aktiva plassert i noterte aksjer. Investeringer i aktive eierfond utgjorde i overkant av 3 milliarder kroner eller 1 prosent av totalkapitalen. Pensjonskassene er underlagt kvantitative begrensninger på sine investeringer i henhold til pensjonsforetaksforskriften. Det er her også et vilkår at eiendeler skal kunne realiseres på kort sikt. Dette vilkåret gjelder likevel ikke andeler i verdipapirfond eller lignende eiendeler. I Finanstilsynets forslag til nye kapitalkrav for pensjonskassene er det foreslått at plasseringsbegrensningene i pensjonsforetaksforskriften oppheves.

Flere pensjonsinnretninger har valgt å drive med egenforvaltning av norske aksjer. Eksempler på dette er Bergen og Trondheim kommunale pensjonskasser og noen av livsforsikringsforetakene. Andre har gitt forvaltere egendefinerte mandat til å forvalte enkeltaksjer diskresjonært utenom fondsstrukturer. Aktørene viser til at det har vært en vesentlig omlegging av dette de siste årene. Enkelte forsikringsselskaper har nå bare aksjeplasseringer via fond. Dette gjelder både norske og utenlandske. Men en klar trend, også blant de større, er økt bruk av fond med standardiserte mandat. En utfordring for de virkelig store selskapene når det gjelder investeringer gjennom fond, er tilleggsrisikoen ved at de gjerne utgjør en høy andel av fondet, og mange har gjerne interne restriksjoner knyttet til dette.

Aktivasammensetning – pensjonsinnretninger i andre land

Et nyttig utgangspunkt for sammenligninger av investorers aktivafordelinger er å betrakte en investor som kan tenkes å representere gjennomsnittet i det globale kapitalmarkedet. Aktivafordelingen til en gjennomsnittlig investor tilsvarer sammensetningen av det globale, tilgjengelige kapitalmarkedet. MSCI (2016) anslår verdien av det globale, tilgjengelige kapitalmarkedet til nærmere 125 000 milliarder amerikanske dollar ved utgangen av 30. juni 2015. Anslag på sammenset-

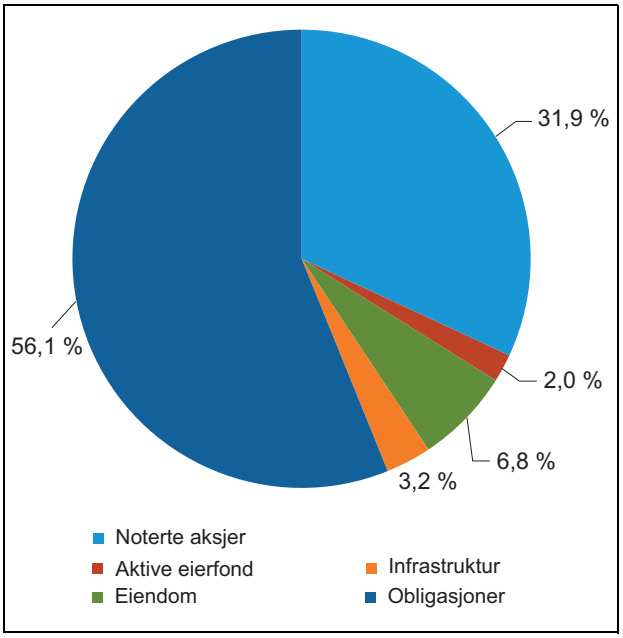


Figur 4.13 Aktivasammensetning hos norske pensjonskasser. Prosent. 31.12.2015.

Kilde: Pensjonskasseforeningen

ning av markedet fordelt på ulike aktivaklasser er vist i figur 4.14.[33]

Obligasjoner anslås til å utgjøre godt over halvparten av det tilgjengelige markedet og er den klart største aktivaklassen. Andelen obligasjoner har økt med om lag 11 prosentpoeng siden 1999,



Figur 4.14 Det globale investerbare kapitalmarkedet fordelt på aktivaklasser. Prosent. 30.6.2015.

Kilde: MSCI

blant annet som følge av økningen i statsgjeld i flere land og fremveksten av strukturerte gjeldsinstrumenter i finansiell sektor (andelen obligasjoner som holdes av sentralbanker er holdt utenom). Andelen noterte aksjer er anslått å utgjøre 37,8 prosent av det globale, tilgjengelige kapitalmarkedet når noterte eiendoms- og infrastrukturselskaper regnes med. Aktive eierfond («private equity») er samlet anslått å utgjøre 2 prosent.[34] I MSCI (2016) er det vist til at andelen noterte aksjer i det globale, tilgjengelige kapitalmarkedet har falt nærmere 10 prosentenheter siden 1999. Mens andelen unotert eiendom har vært om lag uendret i perioden, har andelen unotert infrastruktur vokst raskt. Markedet for unotert infrastruktur er samtidig fortsatt lite.

Det er store variasjoner i aktivafordelingen til pensjonsfond rundt om i verden. For eksempel viser tall fra OECD (mai 2017) at aksjeandelen i pensjonsfondene ved utgangen av 2016 varierte fra mindre enn 10 prosent i Japan og Tyskland til 80 prosent i Polen. Det er mange årsaker til disse forskjellene, for eksempel er ytelses- og innskuddspensjoner slått sammen, klassifiseringen av aktivaklasser varierer betydelig mellom land, og alle typer verdipapirfond inngår i mange land som en stor uspesifisert aktivaklasse, slik at en detaljert analyse av aktiva ikke er mulig.

[33] Anslagene er usikre og hviler på en rekke forutsetninger.

[34] Merk at dette er investeringer i selskaper og fond som investerer i unoterte selskaper. Direkteinvesteringer i unoterte selskaper er ikke med.

Flere studier finner at forvaltere av pensjonskapital har redusert aksjeandelen de siste årene se for eksempel Beath (2014) og Mercer (2014). Hvorvidt reduksjonen skyldes endret regulering eller at mange fond i større grad utbetaler pensjonsforpliktelser i takt med en aldrende befolkning, er mer uklart. Boon, Brière og Rigor (2014) finner en sammenheng mellom nyere regulering og lavere aksjeandel selv når det kontrolleres for andre egenskaper ved pensjonsfondene, som antallet pensjonerte medlemmer. I sin studie av aktivafordeling blant institusjonelle investorer globalt viser BIS (2007) til at endringen i aktivafordeling trolig skyldes begge forhold. Også Mercer (2014) peker på at reduksjonen trolig skyldes begge forhold. Mercer viser samtidig til at reduksjonen i aksjeandel har vært spesielt stor blant europeiske pensjonsfond, og at det er betydelig variasjon mellom land.

Mange forvaltere har økt sine investeringer i andre aktiva, som unotert eiendom, unotert infrastruktur og andre unoterte realaktiva. Lave obligasjonsrenter og endringer i regulering trekkes frem som årsaker til denne utviklingen. Økningen i slike investeringer har vært spesielt stor for pensjonsfond i land som tradisjonelt har hatt en stor andel ytelsespensjonsordninger, som Canada, Nederland og USA. Disse landene er i tillegg blant de få som ikke har begrensninger for aktivafordeling, ifølge OECDs årlige gjennomgang av regulering av pensjonsfond (OECD, 2015). BIS (2007) peker på at nye aktuar- og regnskapsstandarder, som medfører økt betydning av «asset liability management» (ALM)[35] for aktivafordelingen, generelt kan trekke i retning av økte investeringer i unoterte aktiva. Unoterte aktiva blir gjerne sett på som en måte å redusere samlet risiko i en portefølje på uten å redusere forventet avkastning. ALM kan derfor medføre at slike investeringer fremstår som relativt mer attraktive enn noterte aksjeinvesteringer.

4.2.5 Utvalgets vurderinger knyttet til pensjonskapital

Utvalget mener at dagens produktregelverk fører til at en betydelig del av pensjonskapitalen plasseres mer kortsiktig og likvid enn det som er optimalt for å oppnå en god forventet avkastning av medlemmenes midler på lang sikt. Lave aksjeandeler gir pensjonssparerne en lavere forventet avkastning enn de burde kunne oppnå som langsiktige sparere. Økte aksjeandeler i pensjonskapital må antas i stor grad å bli investert i brede globale porteføljer, men siden en del trolig vil investeres innenlands, har økt aksjeandel også betydning for egenkapitaltilgangen til norsk næringsliv. Dagens regelverk svekker særlig kapitaltilgangen til ikke-likvide investeringer, blant annet aktive eierfond. I tillegg medfører det behov for økte innbetalinger til pensjonsordningene for å finansiere ønsket pensjon.

Innføringen av mer risikosensitive kapitalkrav gjennom Solvens II bidrar til at eventuelt høyere risiko i forvaltningen motsvares av høyere kapitalkrav. I lys av dette bør det etter utvalgets syn være rom for regelverksendringer som kan gi pensjonssparerne en mer effektiv kapitalforvaltning og potensial for høyere avkastningsoverskudd samtidig som man beholder sikkerhet for oppfyllelse av avgitte garantier. Utvalget vil her oppfordre til å vurdere å innføre et system for fleksibel bygging av bufferkapital, hvor reglene for avregning av garantert avkastning av fripoliser endres, slik at avkastningskravet ikke gjøres løpende, men knyttes opp mot utbetalingstidspunktet.

Utvalget ser det ikke som sin rolle å foreta en detaljert vurdering av forslaget om at pensjonskasser skal underlegges en forenklet versjon av Solvens II-kravene, men vil peke på at forvaltningsstrategi kan ha stor betydning for forventet størrelse på den pensjonen medlemmene av en pensjonsordning skal leve av, og behovet for innbetalinger fra arbeidsgiver. Regelverket for pensjon bør i tilstrekkelig grad legge til rette for fornuftig forvaltning av langsiktige sparemidler der avkastningsmulighetene i risikable og mindre likvide markeder utnyttes nok.

Utvalget mener at dagens utvikling med økt overgang til innskuddspensjon og adgang til å frivillig konvertere fripoliser med garanti til fripoliser med investeringsvalg kan øke tilbudet av risikokapital fra pensjonssparing. Fripoliser er inngåtte og ferdig betalte kontrakter. Det er i utgangspunktet begrenset hvor store endringer en kan gjøre i allerede inngåtte kontraktsforhold for å omfordele risiko, kostnader og gevinster. Utvalget oppfordrer myndighetene og bransjen til å gi god informasjon om adgangen til og konsekvensene av konvertering. Det bør tilrettelegges for at konverteringsadgangen for pensjonssparerne blir mer reell. Pensjonsinnretningene som i dag tilbyr ytelsesordninger, er underlagt et regelverk som fører til full regnskapsførsel av alle forpliktelser. Dette burde kunne gi adgang til å tilby rimelig kompensasjon til kunder som for eksempel ønsker å skifte fra årlige garantier til enten sluttgarantier eller friere investeringsvalg. Dette

[35] Se boks 4.2.

kan sammenlignes med at det i hovedsak vil være symmetri i kompensasjonen mellom bank og lånekunde ved innløsning av et fastrentelån.

Innskuddspensjonsordninger bør liberaliseres tilsvarende ved at man lemper på kravet til daglig prising og likviditet på underliggende fond. En slik regelendring kan åpne for at mer av slik pensjonskapital kan kanaliseres, gjennom aktive eierfond («venture» og «private equity»), eiendom og andre fond, til mindre likvid risikokapital for unoterte virksomheter.

Med reformen av folketrygden fra 2011 er ansvaret for pensjon og pensjoneringstidspunkt i større grad lagt på den enkelte, og dagens innskuddspensjonsregime legger stort ansvar på det enkelte medlem i å vurdere porteføljesammensetningen og derfor risikonivået for å kunne nå nødvendig pensjon. I en forenkling av ytelsesreglene må man etter utvalgets syn kunne anta samme holdning og tillit til at den enkelte er i stand til å ivareta sine egne interesser, for eksempel ved å akseptere lengre garantiperioder, eventuelt knyttet opp mot utbetalingstidspunktet og begrenset flytterett.

En overgang til pensjonskontrakter der pensjonsspareren selv velger investeringsstrategi og bærer avkastningsrisikoen, har også noen ulemper, slik som en høyere variasjon i pensjonen til den enkelte og fordelingsutfordringer knyttet til dette. Denne utviklingen krever som nevnt også at den enkelte er i stand til å se konsekvensene av sine valg. Da må informasjonen være både tilgjengelig og god. God informasjon må i denne sammenheng også defineres ut fra hva en typisk pensjonssparer faktisk oppfatter som dekkende, relevant og forståelig, ikke bare hva man ut fra et rent juridisk perspektiv mener er nødvendig for å regulere og avklare ansvarsforhold.

Finansdepartementet har nylig satt ned en arbeidsgruppe som skal vurdere endringer i regelverket for garanterte pensjonsprodukter. Utvalget vil oppfordre arbeidsgruppen til å vurdere regelendringer som kan legge til rette for at pensjonssparere som ønsker det, kan ta økt risiko i forvaltningen av den pensjonskapitalen som ligger i slike ordninger, inkludert fripoliser. Slike regelendringer kan være knyttet til den årlige avkastningsgarantien, flytteretten, overskuddsdeling og fleksibel oppbygging og bruk av buffere i kapitalforvaltningen. Løsningsalternativene for ytelsesordninger med høy garanti i et lavrenteregime kan være ulike for etablerte ordninger sammenlignet med hvordan man kan legge til rette for nye ordninger.

Utvalgets anbefalinger

- Det bør vurderes å gjøre endringer i regelverket som kan bidra til en mer effektiv forvaltning av pensjonskapital både for den enkelte pensjonssparer og arbeidsgiverne i næringslivet og kommunene som betaler dette. For eksempel kan man vurdere et system for fleksibel bygging av bufferkapital, hvor kravet for avregning av garantert avkastning av fripoliser ikke gjøres løpende, men knyttes opp mot utbetalingstidspunktet.
- Myndighetene og bransjen må bidra til at det gis god informasjon om adgangen til og konsekvensene av konvertering av fripoliser med garanti til fripoliser med investeringsvalg.
- Det bør legges til rette for at konverteringsadgangen blir mer reell. For eksempel kan kunder kompenseres for å skifte fra årlige garantier til enten sluttgarantier eller friere investeringsvalg.
- Innskuddspensjonsordninger bør liberaliseres ved at man lemper på kravet til daglig prising og likviditet på underliggende fond.
- Med større frihet og ansvar for pensjonsspararne må informasjonen som tilbys, ikke bare være egnet til å regulere og avklare ansvarsforhold, men også være dekkende, relevant og forståelig, slik at den typiske pensjonsspareren kan foreta informerte plasseringsvalg ut fra investeringsstrategi og risikoprofil.
- Arbeidsgruppen som nylig er satt ned av Finansdepartementet, oppfordres til å vurdere regelendringer som kan legge til rette for at pensjonssparere som ønsker det, kan ta økt risiko i forvaltningen av den pensjonskapitalen som ligger i slike ordninger, inkludert fripoliser.

4.3 Offentlig eierskap

Når det offentlige opptrer som investor, på ikke rent kommersielle vilkår, har det betydning for kapitalallokeringen i næringslivet. I Norge er staten en betydelig investor, blant annet med sitt store eierskap på Oslo Børs. Kommuner og fylkeskommuner utøver også en rolle som direkte forretningsmessig eier, særlig i kraftsektoren. God eierstyring er viktig for å minimere negative effekter av offentlig eierskap.

Dette kapittelet omhandler primært det statlige eierskapet som er direkte og forretningsmessig. Dette forvaltes i hovedsak av Nærings- og fiskeridepartementet. Kapittelet omhandler primært

ikke statens formuesforvaltning. Statens pensjonsfond Norges rolle på Oslo Børs drøftes likevel kort.[36]

4.3.1 Oversikt og status over statlig eierskap

Med bakgrunn i statens generelle begrunnelser for statlig eierskap og målet med statens eierskap i hvert selskap er selskapene inndelt i fire kategorier.[37] Det sentrale hensynet i statens forretningsmessige eierskap, selskaper i kategori 1–3, er høyest mulig avkastning over tid på investert kapital i selskapene. For selskapene i kategori 2 har staten i tillegg et mål om å opprettholde norsk forankring av selskapenes hovedkontor og tilhørende hovedkontorfunksjoner. For selskapene i kategori 3 har staten forretningsmessige mål og andre spesifikt definerte mål for eierskapet.

Statens eierskap i selskapene i kategori 4 har hovedsakelig sektorpolitiske formål. Som eier legger staten vekt på at de sektorpolitiske målene nås mest mulig effektivt. Det sektorpolitiske eierskapet er mindre relevant for utvalgets mandat, siden disse selskapene uansett ikke er aktuelle for privat eierskap.

Det statlige eierskapet i det norske næringslivet er omfattende relativt til andre land det er naturlig å sammenligne med.[38] Ved utgangen av 2016 hadde staten direkte eierskap, forvaltet gjennom departementene, i 74 selskaper.[39] I statens eierskap inngår det 26 selskaper der staten har forretningsmessige mål med eierskapet (kategori 1–3). Verdien av statens samlede forretningsmessige eierskap var ved utgangen av 2016 anslått til 715 milliarder kroner.[40] Av dette utgjorde statens eierandeler i åtte børsnoterte selskaper 596 milliarder kroner, og langt over halvparten av dette beløpet er statens direkte eierskap i Statoil. For øvrige selskaper har staten sektorpolitiske mål med eierskapet (kategori 4).[41]

Statens betydelige direkte eierskap på Oslo Børs er i hovedsak et resultat av at statlige virksomheter er blitt delprivatisert, som et ledd i en markedsorientering. Dette har bidratt til å kanalisere betydelig privat eierkapital til disse selskapene. Delprivatiseringen har lagt begrensninger på statens mulighet til på egen hånd å dirigere forretningsmessige beslutninger som for eksempel utbytte.

---

36 I tillegg omtales kommunalt eierskap av næringsvirksomhet.

37 De ulike kategoriene er nærmere beskrevet i eierskapsmeldingen (Meld. St. 27 (2013–2014) kapittel 6.3.

38 IMF. (2014). *Norway. Selected Issues Paper.*

39 Nærings- og fiskeridepartementet (NFD) gir årlig ut en oversikt over og omtale av selskapene i Statens eierberetning. Se Nærings- og fiskeridepartementet. (2017). *Statens eierberetning 2016.*

40 Tallet beregnes av NFD i forbindelse med utarbeidelsen av Statens eierberetning. For å anslå verdien til selskapene brukes markedsverdien av selskapets aksjer for børsnoterte selskaper, og bokført egenkapital fratrukket minoritetsinteresser for unoterte selskaper. Bokførte verdier av egenkapitalen kan avvike betydelig fra selskapenes reelle markedsverdi.

41 NFD opererer ikke med verdianslag for selskapene i kategori 4, men bokført egenkapital per selskap er oppgitt i Statens eierberetning 2016, og staten kjøpte tjenester av eller ga tilskudd på totalt 140 milliarder kroner til disse selskapene, primært til helseforetakene.

Tabell 4.2 Oversikt over statens direkte eierskap ved utgangen av 2016. Verdi i milliarder kroner.

Kategori	Antall selskaper	Verdi unoterte selskaper (bokført)	Verdi noterte selskaper (markedsmessig)
Kategori 1: Forretningsmessige mål	7	1,8	5,8
Kategori 2: Forretningsmessige mål og nasjonal forankring av hovedkontor	9	4	590,4
Kategori 3: Forretningsmessige mål og andre spesifikt definerte mål	10	112,6[1]	-
Sum selskaper med forretningsmessige mål	26	118,4	596,2
Kategori 4: Sektorpolitiske mål	48	122,8[2]	-
Sum alle selskaper	74	241,2	596,2

1 Verdien inkluderer ikke Togvedlikehold AS, fordi selskapet først fikk virksomhet i 2017.

2 55,9 av 122,8 milliarder kroner gjelder helseforetakene.

Kilde: Nærings- og fiskeridepartementet

4.3.2 Ulike mål og begrunnelser for statlig eierskap

Det at staten har blitt en stor eier har en rekke historiske årsaker.[42] I industripolitikken etter andre verdenskrig var direkte statlig eierskap et aktivt virkemiddel for å nå mål som selvforsyning, sysselsetting og kontroll over naturressurser. En stor del av eierskapet hadde kommet på statens hender etter overtakelse av tyske eierandeler etter krigen. Da utvinningen av olje og gass startet, ble Statoil opprettet. Statens eierskap i DNB kommer hovedsakelig fra rekapitaliseringen etter bankkrisen i 1990-årene. En rekke tidligere forvaltningsorganer eller forvaltningsbedrifter har blitt omgjort til selskaper, gjerne i tilknytning til regulatoriske reformer. Det gjelder blant annet Telenor og Statkraft.

Når staten er direkte eier i selskaper, er det normalt som følge av en særskilt begrunnelse. Statens direkte eierskap er derfor ikke i utgangspunktet motivert ut fra et langsiktig kapitalforvaltnings- eller sparehensyn, men er likevel underlagt normale avkastningsforventninger. Begrunnelsene er mangfoldige og inkluderer blant annet et ønske om at enkelte selskaper beholder en nasjonal forankring i form av at hovedkontorfunksjoner og nøkkelkompetanse forblir i Norge, korrigering av antatt markedssvikt, forvaltning av felles naturressurser og sektorpolitiske hensyn. Regjeringen Solbergs overordnede mål i dag med de direkte statlige eierskapene er nærmere beskrevet av daværende næringsminister i hennes forord til Statens eierberetning 2016. Det presiseres her at: «I dag er statens overordnede mål med eierskapet å bidra til verdiskaping i norsk økonomi. Det inkluderer blant annet å ivareta hensyn som å beholde viktige hovedkontorer og forskning og utvikling på sentrale områder i Norge. For selskaper der staten har forretningsmessige mål med eierskapet er det høyest mulig avkastning over tid på investert kapital som gjelder. I praksis arbeider vi med å bidra til at selskapene er lønnsomme *over tid, slik at de kan opprettholde og skape arbeidsplasser samt skape verdier til fellesskapet*»[43]. Noe av eierskapet har ikke lenger mål utover det forretningsmessige (kategori 1). Dette er gjerne historisk betinget eierskap.

Alle regjeringer siden 2000-årene har foretatt reduksjoner i statlige eierandeler. Under regjeringen Stoltenberg I (2000–2001) ble Telenor og Statoil børsnotert, og eierskapet i blant annet DNB ble redusert. Videre var det reduksjoner i eierandeler i blant annet Telenor, Statoil og DNB under Regjeringen Bondevik II (2001–2005), Cermaq og Norsk Hydro under Stoltenberg II (2005–2013) og Cermaq og Entra under Regjeringen Solberg (2013-).[44] I 2018 har regjeringen fullmakt fra Stortinget til å helt eller delvis redusere statens eierskap i alle selskapene der staten kun har forretningsmessige mål med eierskapet, unntatt Flytoget AS. Det gjelder Entra ASA, SAS AB, Mesta AS, Baneservice AS, Ambita AS og Veterinærmedisinsk Oppdragssenter AS. Regjeringen har i tillegg fullmakt til å redusere statens eierskap i Telenor ned mot 34 prosent.[45]

En nærmere beskrivelse av statens eierskap og eierstyring finnes i Meld. St. 27 (2013–2014) *Et mangfoldig og verdiskapende eierskap* (eierskapsmeldingen).[46] I selskapsomtalene i Statens eierberetning 2016 kan man finne statens mål med eierskapet for alle selskaper.

4.3.3 Statlig eierskap og kapitalallokering

Med riktig innretning og oppfølging kan trolig statlig eierskap være et egnet virkemiddel for staten for å nå ulike mål. I dette delkapittelet drøfter utvalget hvorvidt direkte statlig eierskap er et egnet virkemiddel for å henholdsvis korrigere markedssvikter i kapitalmarkedet og beholde kompetansemiljøer i Norge. Deretter drøftes problemer med styringssvikt og andre potensielle negative effekter av statlig eierskap, blant annet for kapitalmarkedet.

Direkte statlig eierskap og markedssvikt i kapitalmarkedet

Markedssvikt innebærer at den privatøkonomiske lønnsomheten ikke samsvarer med den samfunnsøkonomiske lønnsomheten.[47] I kapitalmarkedet

---

42 En kort oversikt over den historiske utviklingen finnes i kapittel 5.2 i Meld. St. 27 (2013–2014) *Et mangfoldig og verdiskapende eierskap*. Se også Byrkjeland, M., Langeland, O. (2000). *Statlig eierskap i Norge 1945-2000.*

43 Nærings- og fiskeridepartementet. (2017). *Statens eierberetning 2016*. Utvalgets utheving.

44 Kilde: Nærings- og fiskeridepartementet.

45 Stortinget. (2017). Innst. 8 S (2017–2018) *Innstilling fra næringskomiteen om bevilgninger på statsbudsjettet for 2018, kapitler under Nærings- og fiskeridepartementet, Klima- og miljødepartementet og Landbruks- og matdepartementet (rammeområdene 9, 10 og 11)*

46 En omtale av hvorfor staten eier, inkludert en kort redegjørelse av de fire nevnte generelle grunnene til hvorfor staten bør eie er å finne i kapittel 3 i Regjeringens eierpolitikk 2015. Se Nærings- og fiskeridepartementet. (2015). *Regjeringens eierpolitikk 2015.*

47 Se omtale av markedssvikt i kapittel 3.1.7.

kan spesielt *informasjonsasymmetri* mellom kapitalsøkeren og kapitaltilbyderen medføre markedssvikt. Det innebærer at disse har ulik informasjon om et investeringsprosjekt. Dette gjør at det ikke nødvendigvis er prosjektene med best forventet risikojustert lønnsomhet som blir finansiert i markedet.

Ifølge Sandmo-utvalget er det imidlertid ikke slik at ethvert tilfelle av markedssvikt automatisk bør begrunne offentlige tiltak:

> «For det første relaterer ineffektiviteter seg til et teoretisk idealmarked. Således er innslag av ineffektiviteter en normaltilstand og ikke nødvendigvis en «feil» som kan rettes opp. For det andre gir offentlig virkemiddelbruk kun mening hvis denne kan innrettes slik at ineffektiviteten faktisk kan rettes opp, uten å skape nye, større problemer i markedet eller andre steder i økonomien. Dette krever presis informasjon om årsaken til markedssvikten. Eventuelle tiltak må dessuten være rettet direkte mot kilden til markedssvikt, og innrettet på en måte som i minst mulig grad fører til andre tilpasningsproblemer i økonomien enn dem en skal korrigere for. Dette stiller strenge krav til informasjon hos offentlige myndigheter. Videre må myndighetene besitte den type virkemidler som faktisk løser problemene.»[48]

Dagens direkte statlige forretningsmessige eierskap er i liten grad begrunnet med markedssvikt i kapitalmarkedet. Direkte statlig eierskap er heller neppe et godt virkemiddel for dette formålet. Staten som eier vil ikke kunne redusere selve informasjonsasymmetrien, ettersom staten sjelden har bedre informasjon og kompetanse enn profesjonelle private aktører til å velge ut prosjekter som bør tilføres kapital. I tillegg vil private investorer som regel ha bedre insentiver enn staten til å gjøre så gode forretningsmessige investeringer som mulig. Direkte statlig eierskap egner seg dermed neppe til å rette opp denne formen for markedssvikt, samtidig som en slik intervensjon kan ha negative effekter, også for kapitalmarkedet. Det kan imidlertid være andre offentlige virkemidler som kan bidra til redusert informasjonsasymmetri i kapitalmarkedet. Dette kan være virkemidler som regnskaps- og rapporteringsstandarder, effektive og tilgjengelige registre over investorrelevant informasjon og forutsigbare rammevilkår generelt.

Direkte statlig eierskap og forankring av hovedkontor i Norge

En stor del av statens større direkte forretningsmessige eierskap i Norge har forankring av hovedkontorer, og den betydning det har for å beholde beslutnings- og «konsernspisskompetanse» i Norge, som begrunnelse. Dette gjelder blant annet for de store børsnoterte selskapene hvor staten har store eierandeler. Det er imidlertid uklart i hvilken grad statlig eierskap er nødvendig for å beholde ønsket aktivitet i Norge og nøyaktig hva de positive effektene av denne aktiviteten er for samfunnet. Enkelte studier har sett på lokalisering av hovedkontorer generelt, men det er etter det utvalget kjenner til i liten grad gjort grundige utredninger av kostnader og nytte ved statlig eierskap i de enkelte selskapene i denne kategorien. For selskap som ansees som en del av samfunnets infrastruktur, for eksempel innen finans, kommunikasjon eller energi, kan eierskap som sikrer hovedkontorlokalisering være viktig. Det vil da være motivert ut fra samfunnets og ikke selskapets egne hensyn. I et fremtidig stadig mer globalisert konkurransebilde kan lokaliseringsbegrensninger ha større og mer negativ betydning enn i tradisjonelle norske næringer.

Kvinge, Moen, Røtnes og Lindqvist (2006)[49] peker i en Fafo-rapport på at lokalisering av konsernhovedkontor primært er bestemt av historiske tilfeldigheter, og at endring av hovedkontor sjelden forekommer. Likevel kan hovedkontor komme «i spill» som følge av fusjoner eller oppkjøp. Statlig eierskap med negativ kontroll kan hindre dette. De mener at hovedkontorer kan ha en positiv virkning på det lokale næringsmiljøet, blant annet gjennom å signalisere regionens attraktivitet, vektlegging av kommersielle muligheter i nærområdet, utdanning av fremtidige ledere og kunnskapsutveksling. De mener at statlig eierskap kan fungere gunstig, men at det «viktigste tiltak for å stimulere hovedkontor i Norge fra alle typer virksomheter er […] et godt utdanningssystem som også oppmuntrer til kreativitet, samt gode kollektive transportløsninger for personer […]. En slik politikk vil gagne også resten av norsk næringsliv og har slik sett ingen skadevirkninger.»[50]

---

[48] *Kapitaltilgang og økonomisk utvikling* (2014). https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/kapitaltilgang-og-okonomisk-utvikling/id106089/ .

[49] Kvinge, T., Moen, S. E., Røtnes, R., Lindqvist, T. (2008). *Hvor man ligger – der reder man? Om lokalisering av hovedkontor og betydningen for norsk verdiskaping.*

Mange av selskapene det gjelder, har virksomhet som er internasjonal av natur, og det er ikke gitt at et konsernhovedkontor i Norge bidrar til at en større del av virksomheten legges hit. Dette gjelder også FoU-aktiviteter. Argumentet om nasjonal forankring har også blitt utfordret av studier som viser at direkteinvesteringer på tvers av landegrenser bidrar til teknologispredning og at selskaper med utenlandske eiere er mer produktive enn andre selskaper.[51] Et statlig eierskap som medfører negativ kontroll, kan gjøre selskapet mindre attraktivt for andre investorer og hindre eventuelle verdiskapende omstruktureringer, eierskifter og/eller bransjekonsolideringer.

Med et lite hjemmemarked og få sterke private, industrielle eiermiljøer, vil alternativet til statlig eierskap i enkelte selskaper lett kunne bli at de blir kjøpt av store globale selskaper. Selv om det ikke er gitt at det vil gå utover FoU-innsats, kompetanseoppbygging eller sysselsetting, kan det etter utvalgets oppfatning ha betydning for kapitaltilgangen til norsk næringsliv at vi også har sterke finansinstitusjoner med hovedbase i Norge.

Utvalget mener at statlig eierskap i noen tilfeller kan være et målrettet virkemiddel for å sikre forankring av norsk hovedkontor og konsernspisskompetanse. Vi vet imidlertid for lite om effektene av denne politikken, og særlig om virkningene er ulike for tradisjonelle næringer i forhold til nye næringer. Det bør derfor gjøres grundigere utredninger av dette, der det vurderes i hvert enkelt tilfelle om eventuelle positive ringvirkninger veier opp for de eventuelle ulempene med det statlige eierskapet.

Statlig eierskap og negative vridninger i kapitalmarkedet

Utfordringer ved offentlig eierskap for kapitalmarkedet er blant annet drøftet av Produktivitetskommisjonen.[52] I Norge er det, som omtalt ovenfor, et betydelig statlig eierskap. Statens kapitalallokering i forretningsmessige selskaper er ofte historisk betinget eller begrunnet med andre mål. Når staten også har andre mål med eierskapet i en del forretningsmessige selskaper, innebærer det at staten ikke nødvendigvis har like høye avkastningskrav som andre eiere. Statlig eierskap kan også medføre skjevheter i kapitalallokeringen, dersom långivere oppfatter at statlig eierskap medfører lavere risiko. Dette er en problemstilling som drøftes både av IMF og OECD.[53] Kredittratingbyråene har egne rammeverk for å vurdere sannsynligheten for ekstraordinær støtte fra myndighetene. For eksempel i rammeverket til ratingbyrået Moody's vektlegges statlig eierskap fordi det indikerer at selskapet er viktig for myndighetene, og at selskapet dermed har større sjanse for ekstraordinær finansiell støtte.[54] I praksis vektlegges også det statlige eierskapet i ratingen av flere av selskapene med norsk statlig eierskap. Andre kapitalsterke eiere kan nok også vektlegges positivt av kreditorer, men det er nærliggende å tro at statens spesielle rolle har betydning utover dette. Dette kan medføre en uheldig vridning i kapitalmarkedet ved at disse selskapene får tilgang til mer kapital enn det virksomhetens risikojusterte lønnsomhetsutsikter skulle tilsi. En annen vridning ved det statlige eierskapet er at investorer i disse selskapene går glipp av en potensiell premie i en potensiell oppkjøpssituasjon, men dette er noe aksjonærene har vært oppmerksom på da de gikk inn i disse selskapene. Dette blir derfor bare et problem hvis staten kjøper seg opp til negativ kontroll i nye selskaper.

Utfordringer med statens eierstyring

Ifølge Bøhren[55] handler eierskap ikke bare om finansiering, men også om å bidra med god eierutøvelse. Staten som eier kan ha utfordringer både med å klare å ta en aktiv, kompetent eierrolle, og med å unngå politisk innblanding i enkeltsaker utfra andre hensyn enn verdiskaping.

Utøvelse av godt eierskap kan kreve betydelige ressurser og kompetanse. Staten skal utøve eierstyring i en rekke selskaper innen ulike bransjer og har begrenset med industriell kompetanse på hvert felt. Politiske prosesser kan være tunge og uegnet for selskaper som krever god og effektiv eieroppfølging. Selv om staten som stor eier har betydelig innflytelse på valg av styremedlemmer og stiller tydelige forventninger til selskapene, kan det være krevende å ivareta behovet for

---

50 Kvinge m.fl. (2008), s. 80.

51 Se nærmere omtale i NOU 2015: 1 (2015). *Produktivitet – grunnlag for vekst og velferd. Produktivitetskommisjonens første rapport.*

52 NOU 2015: 1 (2015). *Produktivitet – grunnlag for vekst og velferd. Produktivitetskommisjonens første rapport.*

53 IMF. (2014). *Norway. Selected Issues Paper.* (IMF country report No. 14/260) og OECD. (2012). *Competitive Neutrality. Maintaining a level playing field between public and private business.*

54 Moody's. (2014). *Rating methodology. Government-Related Issuers.*

55 Bøhren, Ø. (2011). *Eierne, styret og ledelsen. Corporate governance i Norge*, s. 41.

aktiv eierdeltakelse. Denne utfordringen er større for staten enn andre eiere, fordi avstanden mellom eier og selskap ofte er stor, som følge av at staten ikke ønsker egne styremedlemmer i styret[56], slik andre dominerende eiere i noen tilfeller vil ha.

På den andre siden kan aktiv, politisk innblanding i enkeltsaker også være en utfordring. Politikere kan ha andre insentiver i eierutøvelsen overfor de forretningsmessige selskapene enn det som er verdimaksimerende. Dette er et eksempel på prinsipal-agent-problematikk, se boks 4.4. Et eksempel kan være saldering av statsbudsjetter ved å ta ut kapital fra selskaper. Det har flere ganger blitt tatt utbytte fra heleide selskaper i forbindelse med budsjettforhandlinger på Stortinget uten at dette er knyttet til forretningsmessige vurderinger. Politikere kan også ha ønsker knyttet til gjennomføringen av bestemte prosjekter i forretningsmessige selskaper, for eksempel på grunn av arbeidsplasser eller andre politiske hensyn. Det kan være negativt for kapitalallokeringen om slike signaler tas til følge på tross av manglende lønnsomhet. Denne typen politisk agering kan bidra til mindre god kapitalallokering, ved at beslutninger om kapitaltilgang og investeringer ikke nødvendigvis baseres på lønnsomhet. Erfaringene som her beskrives trekker klart i retning av at statlig heleierskap er en lite hensiktsmessig modell for utøvelse av ren forretningsmessig næringsvirksomhet, og at delprivatiserte modeller i utgangspunktet vil gi en mer profesjonell og kommersielt basert eierstyring.

Statens egne prinsipper for god eierstyring, aksjeloven, krav til børsnoterte selskaper og markedsinvestorprinsippet i EØS-regelverket bidrar til å bøte på noen av utfordringene med statlig eierskap. Den statlige eierstyringen bygger nå på prinsipper, som ifølge OECD, stort sett er i tråd med beste praksis.[57] Det innebærer blant annet likebehandling av aksjonærer, åpenhet og klar rollefordeling mellom eier, generalforsamling, styre og ledelse, samt mellom staten som eier og andre roller som staten har. Som nevnt ovenfor er det imidlertid ikke alltid at prinsippene følges, særlig for heleide selskaper.

Flere av de store, forretningsmessige selskapene med statlig eierskap har også andre eiere. Selv om staten er dominerende eier, gjør aksjelovens bestemmelser om minoritetsvern at generalforsamlingen ikke kan beslutte noe som gir en av eierne en urimelig fordel på bekostning av andre eiere eller selskapet. Det begrenser muligheten for staten til å legge politisk pregede føringer på de deleide selskapene. Kapitalallokering og investeringer får også en markedstest gjennom delvis privat eierskap. At flere av selskapene er børsnotert, bidrar i tillegg til økt transparens rundt selskapene og eierstyringen. Likevel vil det i prinsippet være mulig for staten å sette enkelte politiske mål med selskapene avhengig av størrelsen på eierandelen. For eksempel kan man som eier motsette seg flytting av hovedkontor eller sammenslåinger ved en tredjedel eierskap, såkalt negativ kontroll. Det har også vært eksempler på at Stortinget har engasjert seg i problemstillinger knyttet til børsnoterte selskaper med statlig eierandel på en måte som har vakt kritikk fordi det kan bryte med prinsippet om likebehandling av aksjonærer.

EØS-avtalen innebærer at når det offentlige opptrer som markedsaktør, for eksempel som eier, långiver eller garantist, skal det skje på markedsmessige vilkår for ikke å regnes som ulovlig statsstøtte.[58] Det begrenser statens muligheter til

Boks 4.4 Prinsipial-agent-problematikk og statlig eierskap

Prinsipal-agent-problematikk oppstår når en *prinsipal* har engasjert en *agent* til å utføre en jobb, samtidig som insentivene til disse ikke nødvendigvis er sammenfallende, og det kan være krevende for prinsipalen å ha informasjon om og kontroll med jobben som blir utført. Prinsipal-agent-problemer kan beskrive utfordringer i eierstyringen av selskaper, der selskapets ledelse er agent for eieren. Ifølge Bøhren (2011) er statlig eierskap et særlig krevende tilfelle av delegert kontroll.[1] Det oppstår da enda et lag med prinsipal-agent-utfordringer, der staten, som er prinsipal for selskapet, også fungerer som agent for den egentlige eieren, som er hele befolkningen.

[1] Bøhren, Ø. (2011). *Eierne, styret og ledelsen. Corporate governance i Norge*, s. 55.

[56] Ifølge Meld. St. 27 (2013–2014). *Et mangfoldig og verdiskapende eierskap* (s. 71) skyldes dette blant annet at det ville gitt statsråden økt ansvar for forretningsmessige beslutninger i selskapet, noe som vil måtte forventes å føre til en sterkere statlig kontroll med selskapene, noe som neppe vil være hensiktsmessig utfra en verdimaksimerende målsetting.

[57] OECD. (2016). *OECD Economic Surveys Norway.*

[58] Fornyings-, administrasjons- og kirkedepartementet. (2011). *Veileder. EØS-avtalens regler om offentlig støtte.*

å vektlegge ikke-kommersielle hensyn i eierutøvelsen.[59] For eksempel vil åpenbart ulønnsomme redningsaksjoner og ikke-kommersielle vilkår for lån eller garantier ikke være lov, med noen unntak. Det vil begrense det statlige eierskapets negative påvirkning på kapitalallokeringen. Likevel kan det være krevende å anslå akkurat hvilke avkastningskrav private investorer ville lagt til grunn i den enkelte situasjon, og det er lagt opp til at staten har et visst investorskjønn som kanskje kan gi en konkurransefordel for enkelte selskaper.

4.3.4 Kommunesektorens direkte eierskap

Også kommuner og fylkeskommuner (kommunesektoren) er direkte eiere av selskaper. Mange av disse utfører kommunal tjenesteyting og kan tidligere ha vært organisert som del av forvaltningen. I motsetning til statens klare skiller mellom formuesforvaltning og direkte eierskap med også andre begrunnelser, er denne bevisstheten trolig langt svakere i kommunal sektor.

Bjørnsen, Klausen & Winsvold (2015)[60] har gjennomgått omfang og styring av det kommunale eierskapet. I 2014 var det om lag 2 400 kommunalt eide aksjeselskaper. Antallet har mer enn doblet seg siden 2000. De finner at de største gruppene av aksjeselskaper er innen elektrisitetsforsyning, tilrettelagt arbeid og samferdsel. Det går frem av rapporten at noen kommuner kategoriserer eierskapet etter formål, på en lignende måte som staten. Utvalget har ikke kunnet finne noen kategorisering etter formål av det samlede direkte eierskapet i kommunesektoren. Mange av selskapene vil trolig komme i kategorien sektorpolitiske selskaper. At kommunale oppgaver er organisert i selskapsform, har mindre betydning for næringslivets kapitaltilgang enn om kommunene engasjerer seg som direkte eiere i selskaper med rent forretningsmessig formål. Dette er tilsvarende som at de statlige helseforetakene er å anse utenfor utvalgets mandat. Det er derfor utfordrende å vurdere påvirkningen på næringslivets kapitaltilgang av kommunenes eierskap, gitt at det forretningsmessige eierskapets totale omfang og karakter er lite kjent og det ikke foreligger noen dekkende evalueringer.

KS har utgitt anbefalinger om eierstyring for kommunene.[61] Anbefalingene omfatter blant annet utarbeidelse av eierskapsmeldinger, avholdelse av eiermøter og vurderinger knyttet til sammensetningen av styret. Kommunesektorens etikkråd har også pekt på at kommunalt eierskap bør følges av klarhet i roller, styredeltakelse, profesjonell selskapsledelse og kontroll.[62] Mange kommuner er små, og kompetansemiljøene på eierskap kan derfor være svake. Utvalget kjenner ikke til noen samlet dokumentasjon på i hvilken grad anbefalingene følges, eller hvor god eierstyringen i kommunene er. En relevant indikator kan være en kartlegging gjort av Monkerud, Indset, Stokstad & Klausen (2016) av i hvilken grad kommunene tar i bruk ulike styringsvirkemidler i sin eierstyring. Denne undersøkelsen ble gjort første gang i 2016. I undersøkelsen oppga 28 prosent av kommunene å ikke ha noen eierskapsmelding, 35 prosent å ikke ha noen eierstrategi generelt for kommunens eierskap, 54 prosent å ikke ha kommunalt vedtatte mål- og resultatkrav til selskapene, og 30 prosent å ikke ha profesjonell deltakelse i styrene.[63] Utvalget mener blant annet at folkevalgte ikke bør sitte i styrene i kommunalt eide selskaper og at kommunen bør utarbeide en eierskapsstrategi og årlige eiermeldinger.

Kommunene er viktige eiere innenfor vannkraft.[64] Privat eierskap i denne sektoren er sterkt begrenset gjennom industrikonsesjonsloven. Vannkraftkonsesjoner kan kun gis til offentlige aktører, og private kan ikke eie mer enn 1/3 av selskap som har slike rettigheter etter industrikonsesjonsloven.[65] Selskapene og eierne er dermed i stor grad låst til hverandre, selv om andre kunne vært bedre eiere. Dette drøftes i Produktivitetskommisjonens første rapport.[66] På den ene siden kan det være en utfordring dersom disse verdiene brukes på å ekspandere innen ulønnsom virksomhet, altså at ulønnsomme prosjekter får for mye kapital. På den andre siden kan det være en utfordring dersom kommunebudsjettene blir til hinder for å utføre lønnsomt vedlikehold og oppgraderinger. Thema Consulting (2013) undersøkte eierstyringen i kraftselskapene på oppdrag fra Energi Norge.[67] De fant blant annet at utbytte-

---

59 Meld. St. 27 (2013–2014). *Et mangfoldig og verdiskapende eierskap.*

60 Bjørnsen, H. M., Klausen, J. E., Winsvold, M. (2015). *Kommunale selskap og folkevalgt styring gjennom kommunalt eierskap.* (NIBR-rapport 2015:1).

61 KS. *Anbefalinger om eierstyring, selskapsledelse og kontroll.*

62 Kommunesektorens etikkutvalg. *Høy etisk standard i foretak og selskaper – om kommunalt eierskap.*

63 Monkerud, L. C., Indset, M., Stokstad, S., Klausen, J. E. (2016). *Kommunal organisering 2016.*

64 Olje- og energidepartementet. (2017). *Eierskap i kraftsektoren.*

65 Meld. St. 25 (2015–2016). *Kraft til endring – Energipolitikken mot 2030.*

66 NOU 2015: 1. *Produktivitet – grunnlag for vekst og velferd — Produktivitetskommisjonens første rapport.*

politikken i liten grad var fleksibel i forhold til selskapets kapitalbehov, og at eierne i liten grad hadde mulighet til å tilføre kapital. Det har også vært flere eksempler på ulønnsom ekspansjon utenfor kjernevirksomheten og dårlig styring.[68] I den grad eierskapet reelt sett er en formuesplassering, vil det nødvendigvis heller ikke være optimalt for kommunene ut fra vanlige porteføljebetraktninger å ha en stor andel av formuen investert i ett selskap eller én bransje.

Det er vanskelig å vurdere om omfanget av eierskapet og eierstyringen i de kommunalt eide forretningsmessige selskapene er et utstrakt problem. De mange eksemplene fra kraftsektoren, tyder imidlertid på at eierstyringen i enkelte tilfeller kan medføre at tilgangen på kapital til risikofylte, ulønnsomme prosjekter blir for stor og i andre tilfeller at lønnsomme prosjekter kan få for lite finansiering på grunn av høye løpende utbyttekrav. Det kan stilles spørsmål ved om de fleste kommuner er egnede aktive eiere i forretningsmessige selskaper utfra muligheten for profesjonell og kompetent styring. I den grad kommunesektoren vil være betydelige eiere innenfor visse sektorer fremover, er det viktig at eierstyringen i selskapene er så god som mulig. Konsekvensene for privat sektor av dårlig eierstyring i kommunalt eide selskaper er primært gjennom konkurransevirkninger og ved deleide selskaper og deres kapitaltilgang.

4.3.5 Statens pensjonsfond Norge

Lov om Statens pensjonsfond ble vedtatt av Stortinget høsten 2005. Det medførte at formuesmassen i Folketrygdfondet fra 1. januar 2006 ble omdøpt til Statens pensjonsfond Norge (SPN). Samtidig ble det presisert i mandatet at forvaltningen skulle ha et finansielt formål. Grunnkapitalen i SPN stammer i hovedsak fra overskudd i trygderegnskapene etter innføringen av folketrygden i 1967 og frem til slutten av 1970-tallet. SPN er ikke tilført kapital siden 1979, men avkastningen av investeringene er løpende tillagt fondsmidlene. I 2006 ble om lag 102 milliarder kroner av fondets kapital tilbakebetalt til staten.[69] Markedsverdien av SPN var ved utgangen av juni 2017 220 milliarder kroner.

Mandatet uttrykker investeringsstrategien til SPN, blant annet gjennom bestemmelser om sammensetningen av en referanseindeks og rammer for Folketrygdfondets risikotaking. Referanseindeksen består av noterte aksjer og obligasjoner og angir en strategisk aktivafordeling med 60 prosent aksjer og 40 prosent obligasjoner, fordelt på 85 prosent i Norge og 15 prosent i Sverige, Danmark og Finland. Risikorammene gir Folketrygdfondet en viss adgang til å avvike fra de strategiske vektene med sikte på å gjennomføre en kostnadseffektiv forvaltning og å oppnå meravkastning. Mandatet åpner for investeringer i unoterte aksjer i de tilfeller hvor selskapets styre har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert markedsplass, men det er ikke åpnet for investeringer i unoterte aksjer på generelt grunnlag.[70] SPNs investeringsstrategi har over en årrekke gitt svært gode resultater. Kapitalen er doblet over de siste 10 årene og Folketrygdfondet har utnyttet sine rammer for aktiv forvaltning til å skape en betydelig meravkastning utover de indeksene de måles mot.

SPNs størrelse og lange tidshorisont innebærer at Folketrygdfondet skiller seg fra mange andre investorer i det norske kapitalmarkedet. Størrelse gir blant annet mulighet til å utnytte stordriftsfordeler i forvaltningen. Fondets relative størrelse i det norske kapitalmarkedet innebærer samtidig at det er krevende å gjøre store endringer i sammensetningen av investeringene i løpet av kort tid. Fondets lange horisont legger til rette for å utnytte langsiktige forvaltningsstrategier, som å opptre motsyklisk og høste tidsvarierende risikopremier. En motsyklisk investeringsprofil innebærer at fondet kjøper aksjer i perioder med fall i aksjemarkedene. Folketrygdfondet oppfattes derfor gjerne som en stabiliserende investor i det norske kapitalmarkedet.

Folketrygdfondet er blitt en betydelig aktør i det norske aksje- og obligasjonsmarkedet og er en av de største finansielle investorene på Oslo Børs. Fordi avkastningen i sin helhet reinvesteres, hovedsakelig i det norske børsnoterte kapitalmar-

---

67 Thema Consulting Group. (2013). *Kartlegging og anbefaling til god eierstyring i kraftnæringen.*

68 Kirkebirkeland, M. (2015). *En bedre forvaltning av norske vannkraftressurser.*

69 Frem til og med 2005 var en vesentlig del av kapitalen i SPN plassert som kontolån i statskassen. I desember 2006 ble deltakelsen i kontolånsordningen avsluttet og 101,8 milliarder kroner av fondets kapital ble tilbakebetalt til staten.

70 I fondsmeldingen våren 2016 vurderte Finansdepartementet om SPN skulle kunne investeres i unotert infrastruktur og eiendom, men la da ikke opp til å åpne for slike investeringer. I meldingen ble det blant annet pekt på at staten allerede ivaretar bred risikospredning gjennom sine investeringer i SPU, at staten allerede er en stor eier av infrastruktur og eiendom i Norge og at det er usikkerhet om Folketrygdfondet har fortrinn for slike investeringer. En enstemmig Finanskomité støttet disse vurderingene, se Innstilling 326 S (2015–2016).

kedet, øker den relative andelen over tid. Ved utgangen av 2016 tilsvarte fondets aksjeinvesteringer om lag 5 prosent av den samlede verdien av alle selskapene notert ved Oslo Børs og vel 10 prosent av hovedindeksen. I vel 40 børsnoterte selskaper var Folketrygdfondet blant de tre største eierne.

4.3.6 Utvalgets vurderinger knyttet til offentlig eierskap

Det statlige eierskapet i norsk næringsliv er betydelig større i Norge enn i andre land det er naturlig å sammenligne seg med. Et omfattende statlig eierskap av næringslivet er ikke nødvendigvis negativt for kapitalmarkedet og bedriftenes kapitaltilgang, men statlig eierskap kan i visse tilfelle stenge ute andre aktører med et større eierskapsfortrinn og hindre verdiskapende eierskifter, omstruktureringer og/eller konsolideringer. Statlig eierskap kan også medføre skjevheter i kapitalallokering dersom långivere oppfatter at statlig eierskap medfører lavere risiko enn dersom bedriftene hadde vært i privat eie. På dette grunnlag, mener utvalget at det er positivt at staten over tid har solgt seg ned og delprivatisert flere av de store statlige selskapene. Delprivatisering kan også gi grunnlag for en mer profesjonell markedsmessig forankring, samtidig som det bidrar til økt bredde i det private kapitalmarkedet.

Det direkte statlige eierskapet i forretningsmessige selskaper bør begrenses til tilfeller der statlig eierskap bidrar til å oppfylle formål som ikke kan oppnås mer effektivt på andre måter. Dette må vurderes kritisk for hvert enkelt selskap. Eierandelen bør begrenses til det som er nødvendig for å oppfylle formålet. Hvis formålet bare er å forankre hovedkontor i Norge, betyr det at eierandelen bør begrenses til en tredjedel.

Selv om kapitalmarkedet ikke fungerer perfekt, for eksempel på grunn av informasjonsasymmetri, betyr ikke det at staten nødvendigvis bør gripe direkte inn i markedet ved å allokere kapital til enkelte selskaper. Direkte statlig eierskap er lite egnet til å korrigere for slike markedssvikter i kapitalmarkedet. Staten har verken bedre tilgang på informasjon eller bedre insentiver enn private til å gjøre privatøkonomisk mer lønnsomme investeringer. Staten bør derfor ikke forsøke å benytte direkte eierskap som virkemiddel for å bedre kapitalmarkedets funksjonsmåte. Her bør staten heller spille andre roller, blant annet som regulator og virkemiddelaktør.

Det er etablert gode prinsipper for eierstyring i staten, og EØS-reglene setter også grenser for hvordan staten kan agere som investor. Lojaliteten til disse prinsippene kan bli satt på prøve i forretningsmessige selskaper med stort statlig eierskap. Utvalget er opptatt av at myndighetene fullt ut tar hensyn til de betydelige kapitalmarkedsmessige kostnadene det vil ha om man sprer usikkerhet rundt norske delvis statseide selskapers forutsetninger for å skape aksjonærverdier som profesjonelle markedsaktører. Det er svært viktig at staten opptrer som en ryddig og forutsigbar eier i tråd med spillereglene i kapitalmarkedet og prinsippene som er nedfelt for god eierstyring i staten. Dette gjelder selv om andre hensyn kan gjøre det fristende å avvike i enkeltsaker.

Staten er også indirekte gjennom Folketrygdfondet en betydelig eier i børsnoterte virksomheter, først og fremst i Norge, men også i Sverige, Danmark og Finland. Folketrygdfondet har på grunn av SPNs størrelse og tidsubegrensede investeringshorisont trolig hatt en stabiliserende rolle på Oslo Børs. Dette kan blant annet tilskrives retningslinjene utarbeidet av Finansdepartementet for tilbakevekting av porteføljen. Utvalget vil peke på at SPNs størrelse over tid kan gjøre det mer krevende for Folketrygdfondet å oppnå meravkastning utover referanseindeksene.

Folketrygdfondet har som særlovselskap fått etablert en eiermodell som sikrer en hensiktsmessig armlengdes avstand mellom staten som eier og myndighetsutøver, uten at det har gått på bekostning av den konstitusjonelle og parlamentariske kontrollen med selskapet. Staten kan vurdere å organisere øvrig forretningsmessige eierskap i kategori 1–3 selskaper på tilsvarende vis for å bedre ivareta forutsigbarhet overfor private aksjonærer og kapitalmarkedet generelt.

Det kommunale eierskapet står overfor mange av de samme utfordringene som det statlige eierskapet. Mange kommuner har i tillegg mindre kompetansemiljøer, noe som kan antas å gå ut over profesjonaliteten i eierstyringen. Utvalget mener at kommunalt eierskap kan være en utfordring særlig i kraftsektoren, der kommunene disponerer mye kapital. Utvalget mener at kunnskapen om det kommunale eierskapet bør systematiseres bedre, og at det trengs et klarere skille mellom politisk motivert eierskap og formuesplasseringer, særlig i selskaper kommunene eier sammen med, eller som konkurrerer med, private investorer.

Utvalgets anbefalinger

– Det offentlige eierskapet, både statlig og kommunalt, i enkeltselskap bør vurderes nøye ut

fra formålet med eierskapet, og andelen bør ikke være større enn det formålet krever. Staten bør derfor tilstrebe en mer dynamisk eierpolitikk, inkludert nedsalg og privatisering av bedrifter der staten er dominerende eier, og der formålet ikke lenger kan begrunne eierskapet. Staten bør derfor også være tilbakeholden med å gjøre nye direkteinvesteringer i det norske næringslivet.

- Det bør vurderes å få etablert en eiermodell som sikrer en hensiktsmessig armlengdes avstand mellom staten som eier og som myndighetsutøver uten at det går på bekostning av den konstitusjonelle og parlamentariske kontrollen med selskapet. Statens direkte eierskap i børsnoterte selskaper og unoterte selskaper som konkurrerer i det private markedet (inkludert blant annet Statkraft), kan vurderes organisert i et særlovsselskap for bedre å ivareta forutsigbarhet overfor private investorer og kapitalmarkedet.
- Folketrygdfondet har fått en relativ størrelse på Oslo Børs som over tid kan gjøre det mer krevende å oppnå meravkastning utover referanseindeksene. Det kan vurderes å gi Folketrygdfondet et mer fleksibelt mandat for å unngå at fondets posisjon på Oslo Børs blir uforholdsmessig stor.
- Det bør foretas en gjennomgang av kommunalt eierskap av virksomheter, som blant annet kraftsektoren. Kunnskapen om det kommunale eierskapet bør systematiseres bedre, og det må gjøres et klart skille mellom formålsbegrunnet eierskap og formuesplasseringer.

Kapittel 5
Tilgang til fremmedkapital

5.1 Innledning

Fremmedkapital er betegnelsen på finansiering fra andre enn bedriftens eiere, for eksempel gjennom banklån eller lån direkte i kapitalmarkedet. Avkastningen på fremmedkapitalen er normalt ikke knyttet til bedriftens overskudd, men er i stedet et avtalt beløp. Dette kan enten være en fast sum eller en rate som varierer i takt med andre markedsforhold. Til gjengjeld har fremmedkapital betinget kontroll og fortrinnsrett dersom bedriften skulle gå konkurs. Lånets prioritet i konkursoppgjøret vil være spesifisert i lånekontrakten og reflekteres i lånets rentekostnad. I tillegg er mange lån gitt mot sikkerhet, enten i bedriftens eiendeler, ekstern garanti eller garanti fra eierne, se 3.1.2 og 3.1.3.

5.2 Regulering av fremmedkapitalmarkeder

Markedet for fremmedkapital, og spesielt bankene, dekkes av omfattende regulering og institusjonell overvåkning. Bankenes virksomhet er helt avgjørende for gjennomføring av betalingstransaksjoner og for å sikre adgang til finansielle midler. Skulle bankvesenet slutte å fungere, settes en betydelig del av denne infrastrukturen i fare, og de samfunnsøkonomiske konsekvensene kan bli svært alvorlige. Faren for dette gjør at myndighetene vil bli tvunget til å gripe inn i en krisesituasjon. For å sikre finansiell stabilitet og begrense risikoen for myndighetene er det derfor viktig at bankene følger lover og reguleringer, og at det foretas løpende tilsyn og overvåkning.

Erfaringene fra finanskriser, slik som den norske bankkrisen i 1989–1992 og den internasjonale finanskrisen i 2008–2009, har vist at stabiliteten i det finansielle systemet kan trues fra flere hold. I etterkant av den siste finanskrisen har det i internasjonal regi skjedd en betydelig innstramming i reguleringen av bankene. Det er nå også økt oppmerksomhet rundt regulering av andre deler av fremmedkapitalmarkedet. Målet med reguleringen er å redusere risikoen for og konsekvensene av finansielle kriser, uten at tilgangen til kreditt hindres i for stor grad.

5.3 Finansnæringen

Finansnæringen er i seg selv en betydelig næring, med om lag 47 000 ansatte.[1] Litt over halvparten av disse arbeider i bankene. Finansnæringen er hovedleverandøren av kreditt til norsk næringsliv. Om lag 80 prosent kommer fra banker og kredittforetak, det resterende fra blant annet fra obligasjonsmarkedet.

Om lag 35 prosent av banklån til ikke-finansielle foretak kommer fra utenlandske filialer.[2] Filialenes markedsandel har økt i bedriftsmarkedet de siste 10 årene, og omdanningen av Nordea Bank Norge til filial bidro vesentlig til denne veksten. Svenske og danske banker dominerer i Norge. Internasjonale studier viser at høy andel filialer kan bidra til å spre effektene av internasjonale kriser i form av redusert kredittilbud. De antyder også at utenlandske banker kan ha en stabiliserende effekt på kriser i fremvoksende økonomier, dersom bankens hjemland er skånet for krisen.[3]

Velfungerende finansinstitusjoner er sentrale for formidling av kapital mellom kapitaleiere og låntakere. Særlig bankene har tradisjonelt hatt en viktig oppgave gjennom å samle innskudd og kapital fra et bredt sett av kapitaleiere og bruke dette til utlån av forskjellig type. En viktig egenskap er at bankene tar innskudd med kort løpetid og gir lån med lang løpetid, såkalt løpetidstransformasjon. Banker utfører dessuten oppgaver som tilrettelegger og fasilitator i kapitalmarkedet.

---

1 Finans Norge (2017)

2 Filialer er i hovedsak underlagt hjemlandets regelverk og finanstilsyn.

3 Se L.T. Turtveit (2017). *Filialer av utenlandske banker og kredittilbud*, s. 6.

Tilstedeværelse av finansiell kompetanse i lokalmiljøet kan bidra med rådgiving og tilrettelegging som går utover verdien av selve kapitalformidlingen, og lokale banker har historisk vært viktige medspillere for lokalt næringsliv. Et hovedkontor egenproduserer normalt et bredere spekter av finanstjenester enn filialer. Lokalisering av hovedkontorfunksjoner har vært én begrunnelse for å opprettholde statlig eierandel i DNB.

5.4 Det norske bankmarkedet

5.4.1 Utviklingstrekk i bankmarkedet

Det norske bankmarkedet har vært gjennom flere store endringer over de siste 20 årene.

Bankbokanalysen, utarbeidet for utvalget av SNF, redegjør for noen trekk i utviklingen i relative utlån til ulike typer grupper foretak. Rapporten følger som digitalt vedlegg til utvalgets utredning. Basert på opplysninger om bankgjeld ved utgangen av regnskapsåret for enkeltforetak fra Skatteetaten, er foretakenes lån koblet direkte mot deres bankforbindelser. Studien ser spesielt på relative kjennetegn hos ulike grupper av låntakere. For å se på forskjeller i utviklingstrekk mellom selskaper som i ulik grad kan antas å være marginale låntakere, skiller studien mellom henholdsvis store og små foretak (balanse <100 millioner kroner), gamle og unge foretak (tredjedelen av foretak med lavest alder), foretak med og uten Skattefunn, og foretak i eller utenfor eiendomssektoren.

Studien identifiserer noen trekk i foretakenes bruk av banklån. Unge foretak, små foretak og foretak som kan gi pant i eiendom har alle typisk høyere gjeldsgrad enn gjennomsnittet. Observert total avkastning og gjeldbetjeningsevne (målt som EBITDA[4]/netto gjeld) hos låntakerne brukes som en indikator på hvor stor risiko bankene tar. Dersom disse indikatorene er lavere for én gruppe foretak enn for en annen, kan dette indikere at bankene tar større risiko for den gruppen som har de laveste verdiene, det vil si er minst kredittverdig. Utlån til små og unge foretak er i gjennomsnitt (uveid) typisk mer «risikable» i den forstand at disse selskapene har lavere total avkastning og lavere gjeldsbetjeningsevne.

Etter 2010 har det imidlertid skjedd et skifte. Bankene synes å akseptere mindre risiko fra små og unge låntakere relativt til store og mer etablerte selskaper enn før finanskrisen. Dette resultatet er konsistent med en hypotese om at regulatoriske endringer har redusert kredittilgangen for marginale låntakere, men analysen gir ikke grunnlag for å utelukke andre potensielle forklaringer på denne utviklingen.

Et annet funn er at utenlandske banker synes å velge mer solide små/unge foretak enn henholdsvis norskeide banker etter 2010. Dette funnet må imidlertid sees i lys av at under finanskrisen tok utenlandske banker mer risiko enn hva norskeide banker gjorde. Isolert sett støtter ikke dette resultatet hypotesen om at norske banker har hatt en konkurransemessig ulempe som følge av endrede reguleringer ved lån til marginale lånekunder etter finanskrisen. Samtidig må resultatene tolkes i lys av at analysen ikke identifiserer en direkte årsakssammenheng mellom endrede regulatoriske forhold og bankenes atferd, og at utviklingstrekkene derfor kan ha andre forklaringer enn dem som drøftes i studien.

Studien bekrefter at det er endringer i måten banknæringen fungerer på. Ytterligere arbeid basert på denne typen mikrodata vil over tid kunne gi mer innsikt i de viktigste drivkreftene bak disse endringene.

5.4.2 Regulering av banker

Siden 1988 har det foregått en internasjonal prosess for mer samordnet og formalisert regulering av banker og andre kredittinstitusjoner på tvers av land i regi av *Basel Committee on Bank Supervision* (BCBS). Hovedelementene har vært innføringen av begrepet risikovektet kapitaldekning, høyere krav til kapital bak hvert lån og krav til balanse mellom løpetid på fordringer og gjeld. Særlig etter 2011 har kravene blitt strammet inn (Basel III).

I Europa har de fleste elementene i Basel III blitt tatt inn i «Requirements Directive IV» (CRD IV) og «Requirements Regulation (CRR)». Norge har sluttet seg til og er i ferd med å ta i bruk CRD IV/CRR, som også vil tas inn i EØS-avtalen.

Et sentralt trekk i Basel III var at man tillot noe nasjonale forskjeller med hensyn til innfasing av de nye kapitalkravene. Hovedgrunnen til dette var at land ble rammet veldig ulikt av finanskrisen i 2008–2009. I land som ble rammet hardt, og hvor kredittvekst og kapitalpriser falt markert, var det uhensiktsmessig å innføre høye kapitalkrav like i etterkant av krisen. I andre land, særlig land med stor råvarebasert industri (som for eksempel Norge, Canada, Australia og New Zealand) eller land som hadde fleksibel valutakurs (som Sverige

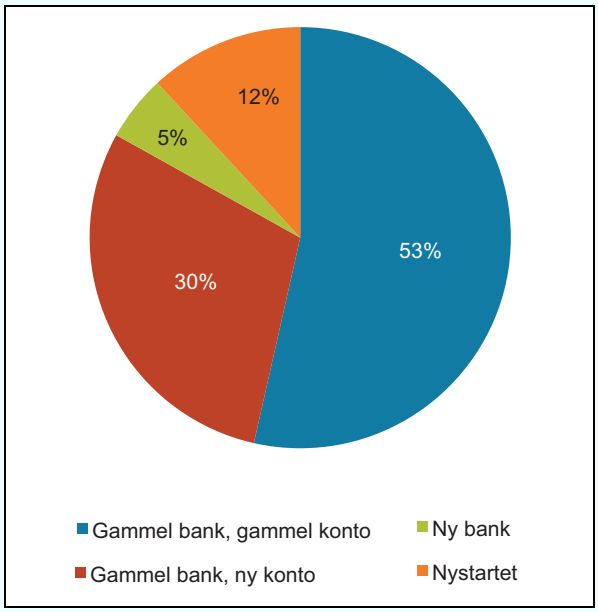
[4] Begrepet EBITDA står for Earnings before interests, taxes, depreciations and amortizations - dvs inntjening før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger.

Boks 5.1 Endringer i samlede utlån til norske bedrifter

Endringer i utlån til norske bedrifter er her inndelt etter relasjon til banken. Endringer i utlån er inndelt etter nedbetaling av eksisterende gjeld, ny opplåning fra gammel bankforbindelse, ny opplåning fra ny bankforbindelse og ny opplåning for bedrift som ikke tidligere har hatt banklån.

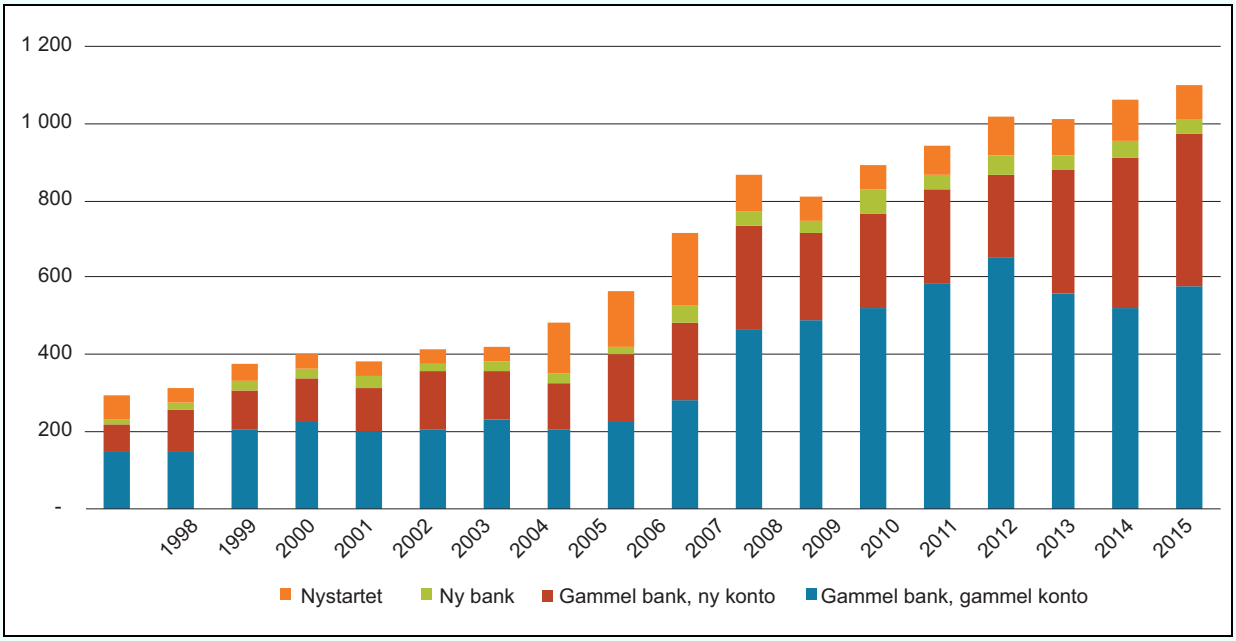
Banklån kan ha varierende løpetid, og forfall kan ofte være flere år etter at lånet ble innvilget. Dette betyr at bankenes portefølje av selskapslån på et gitt tidspunkt også inneholder lån som ble gitt flere år tidligere. Lån som bankene innvilget for flere år siden sier ikke nødvendigvis så mye om dagens utlånspraksis.

For å få et bedre mål på nåværende utlånspraksis deles derfor låneporteføljen inn i grupper basert på hvorvidt en låntaker har fått nytt lån i inneværende år eller ikke. Andelen kundeforhold som blir værende i samme bank er på godt over 80 prosent, bortsett fra i årene 2005–2007 der nystartede og kunder som gikk til nye banker er på rundt 25 prosent av markedet. Andelen som gis fra ny bank, er stabilt liten og kan indikere relativt lite konkurranse. Lånevolumet til nye selskaper er syklisk, med stor økning frem til finanskrisen (til 2008). Etter dette er veksten lavere, selv om den er økende de siste årene.



Figur 5.1 Fordeling av låntagergrupper, totalt over perioden 1998–2015.

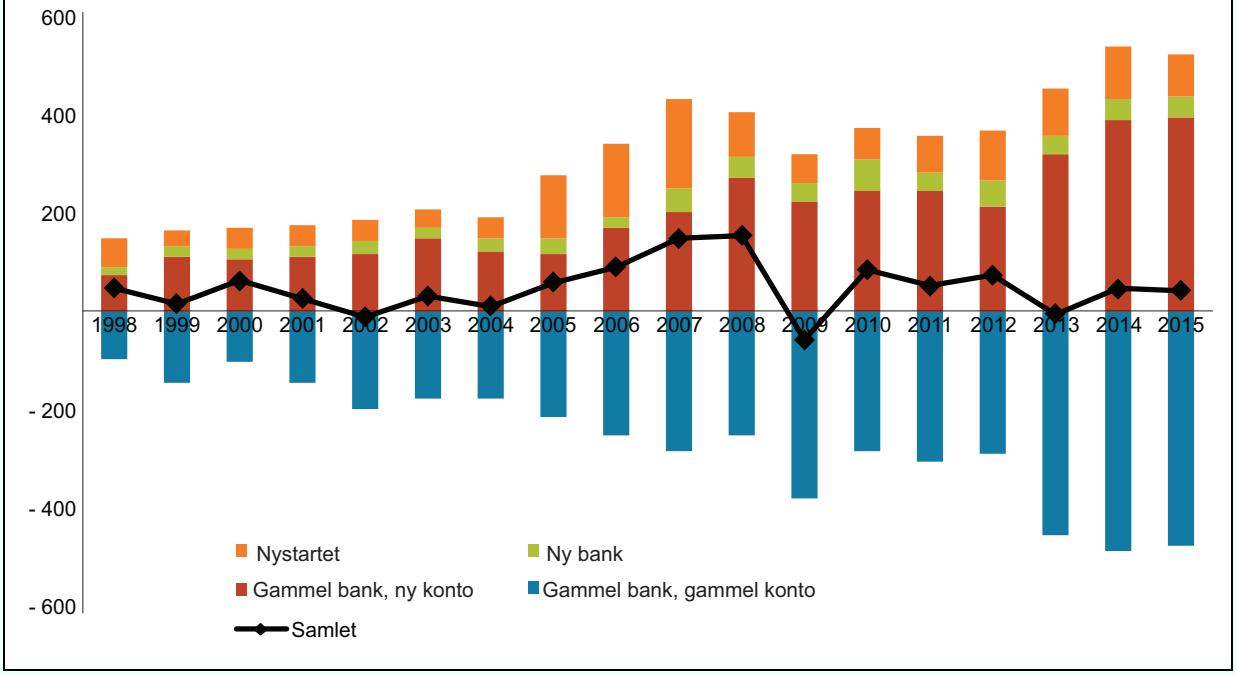
Kilde: Bankbokanalysen, Samfunns- og næringslivsforskning, 2017



Figur 5.2 Samlede banklån til norske bedrifter, etter låntakergruppe. Milliarder kroner. 1998–2015.

Kilde: Bankbokanalysen, Samfunns- og næringslivsforskning, 2017

Boks 5.1 forts.



Figur 5.3 Endringer i samlede utlån til norske bedrifter. Milliarder kroner. 1998–2015.

Kilde: Bankbokanalysen, Samfunns- og næringslivsforskning, 2017

og til dels Storbritannia), kom kredittvekst og eiendomspriser raskt tilbake på en vekstbane som lignet utviklingen i forkant av finanskrisen.

Det var en avdemping i kredittveksten i Norge etter 2009, men veksten tok seg som nevnt raskt opp igjen. Både samlet gjeld i forhold til BNP og gjeld i husholdningene er på et høyt nivå både historisk og sammenlignet med andre land, og har lenge vært vurdert som en betydelig risikofaktor for utviklingen i finansiell stabilitet dersom norsk økonomi skulle utsettes for negative sjokk.

Med bakgrunn i den norske konjunktursituasjonen har norske myndigheter valgt å sette høyere krav til både risikovektet kapitaldekning og ikke-risikovektet kapitaldekning enn våre nærmeste naboland. Norge har i dag høyere kapitalkrav enn Danmark og Finland. Kravet til risikovektet egenkapital i Norge er ved utgangen av 2017 det samme som i Sverige. Norge har imidlertid praktisert noe strengere krav til interne risikomodeller, mens svenske myndigheter i større grad har gitt slike tillegg i form av bankspesifikke kapitalkrav («pilar 2-krav» – institusjonsspesifikke krav som bestemmes av det nasjonale finanstilsynet). Norske banker sier at måten kapitaldekningsregelverket praktiseres på i Norge, har bidratt til å gi dem dårligere vilkår i det internasjonale kapitalmarkedet.

Store norske banker må med dagens regelverk holde mer egenkapital enn tilsvarende svenske og danske banker med samme eiendelssammensetning. Forskjellen er størst for noen typer utlån til næringseiendom. Fordi egenkapital i praksis på marginen synes å være en dyrere finansieringsform enn fremmedkapital, gir dette norske banker en potensiell kostnadsulempe ved inngåelse av kontrakter, og det svekker deres konkurranseevne. Dette kan forklare hvorfor svenske filialbanker har økt sin andel av samlede utlån til norsk næringseiendom de siste årene.[5]

Det er grunn til å tro at deler av de regulatoriske forskjellene mellom europeiske land vil avta etter hvert som kravene i CRD IV/CRR innføres for fullt fra 2019–2020. Videre har Baselkomitéen i desember 2017 offentliggjort forslag til endringer i beregning av risikovekter. Disse endringene innebærer blant annet at standardmetoden, som er metoden som brukes for banker som ikke har godkjente modeller for å beregne risikovekter,

[5] L.T. Turtveit (2017).

skal bli mer følsomme for risiko, og at overgangsgulvet reduseres fra 80 prosent til 72,5 prosent. Standardene for bankenes egne risikomodeller (IRB-modeller[6]) og bruken av disse justeres. I praksis innebærer dette en innstramming av dagens internasjonale regelverk. Reglene vil imidlertid først gjelde fra 2022, og de vil deretter bli satt i verk over en femårsperiode. Den innstrammende effekten for norske banker er forventet å være liten.

CRR åpner for redusert kapitalkrav for lån til små og mellomstore bedrifter. Dette betegnes som SMB-rabatten og er foreløpig ikke tatt inn i norsk regelverk, selv om den er innført i EU-regelverket. Finansdepartementet arbeider med saken. Finanstilsynet viser til at historisk risiko på SMB-lån er minst like høy som for andre grupper, og at det fra et risikoperspektiv ikke er grunnlag for en SMB-rabatt. Innføring av en SMB-rabatt innebærer dermed at man går bort fra regelverkets intensjon og heller bruker kapitaldekningsregelverket som et næringspolitisk virkemiddel.

Det er ikke gitt at høyere egenkapitalnivå i bankene skal gi lavere utlån fra banksektoren. Relativt strengere kapitalkrav til mer risikable lån er ment å påvirke samlet risikotaking i banksektoren. I tråd med dette har andelen lån med lave risikovekter, som husholdningslån, økt sin andel av bankenes porteføljе de siste årene. Så langt har imidlertid endringene i bankenes porteføljer vært moderate. Andelen av bankenes utlån som går til ikke-finansielle foretak, er ikke vesentlig forskjellig fra nivået i midten av 2000-årene. Samtidig kan strammere regulering bidra til å dempe krisesannsynligheten i Norge. Det reduserer dermed risikoen for at vi kan oppleve en norsk finanskrise frem i tid.

Utvalgets vurderinger av bank- og kredittmarkedet

Fremmedkapital, og da spesielt banklån, er for svært mange bedrifter et viktig supplement til eiernes egenkapital. Effektive reguleringer og et stabilt finansielt system er over tid den beste garantien for at norske bedrifter får tilgang til nødvendig kapital. Samtidig kan regulering ha konsekvenser for tilgang til og pris på kreditt. Utvalget mener at regulering ikke bør være til hinder for at lønnsomme investeringer i norsk næringsliv får tilgang til slik kapital, eller at prisen på slik kapital blir høyere enn nødvendig.

Rammeverket for norsk regulering er i stor grad fastsatt innenfor EØS. Konjunkturelle faktorer har de siste årene gjort at norske myndigheter har valgt å ligge i forkant ved innføring av ny regulering. Høyere kapitaldekning har bidratt til et banksystem som er mer motstandsdyktig mot finansielle kriser, men samtidig indikerer bankbokanalysen at små og unge virksomheter har fått redusert tilgang til banklån de siste årene. De regulatoriske kravene har møtt kritikk, særlig fra aktører som opererer i det norske markedet, og som møter konkurranse fra internasjonale banker som er underlagt mindre krevende reguleringer. Kravene kan ha bidratt til noe høyere finansieringskostnader for norske banker i de internasjonale kapitalmarkedene og dermed til å svekke norske banker i konkurranse med utenlandske banker.

Historiske erfaringer har vist at det er en risiko for at utenlandske banker lettere trekker seg ut av det norske markedet i dårlige tider. Samtidig ser man at utenlandske banker med et nordisk markedsperspektiv har bidratt til effektivisering og økt konkurranse. De har dermed bidratt med bedre kapitaltilgang for norske bedrifter.

Utvalget mener det er viktig med solide banker for å sikre kapitaltilgangen til norske foretak. Videre er nasjonale og regionale aktører viktig for å sikre finansiell kompetanse i Norge. I tillegg til finansiell stabilitet bør utforming av norsk regulering så langt som mulig ta hensyn til norske bankers konkurranseevne i lokale markeder. Det er viktig at effekter av ny regulering konsekvensutredes med hensyn til både gevinster og kostnader, og både direkte for bankene og indirekte for finansieringen av norsk næringsliv. Avvikende reguleringer, både i omfang og tid, bør begrunnes særskilt. Norge må aktivt arbeide for full gjensidig anerkjennelse (resiprositet) for all regulering. Nasjonal kapitalregulering bør som utgangspunkt gjelde for alle aktører i det nasjonale markedet.

Utvalget merker seg at det er lagt frem forslag til ny finansavtalelov. Det er viktig at reguleringen av kapitalrelaterte avtaler ikke medfører unødvendige handlekostnader for aktørene. Ved innføring av viktige EU-direktiver bør norsk regulering normalt ikke avvike fra EØS' rammer og regler. Utvalget mener at lovforslaget bør tas opp til ny vurdering, og at det bør gjøres en full konsekvensutredning.

Utvalgets anbefalinger

– Utformingen av norsk regulering bør, i tillegg til å vektlegge finansiell stabilitet, så langt som

[6] IRB – the internal ratings-based approach to requirements for credit risk

mulig ta hensyn til norske bankers konkurranseevne i lokale markeder. Avvik i reguleringer fra praksis i EØS-området bør begrunnes særskilt.
– Forslaget til finansavtalelov bør tas opp til ny vurdering, og det bør gjøres en full konsekvensutredning.

5.5 Det norske sertifikat- og obligasjonsmarkedet

5.5.1 Bakgrunn

Med det norske obligasjonsmarkedet menes obligasjoner som utstedes under norsk lovgivning.[7] Ved utgangen av 2016 var totalt utestående volum i det norske obligasjonsmarkedet[8] om lag 1860 milliarder kroner. Banker og kredittforetak har lenge vært den største utstedergruppen og sto ved utgangen av 2016 for 830 milliarder kroner i utstedt volum, som tilsvarer 45 prosent av totalt utestående volum i det norske markedet. Staten er imidlertid den største enkeltutstederen. Ved utgangen av 2016 hadde staten utestående obligasjoner for vel 383 milliarder kroner. På samme tidspunkt sto obligasjoner utstedt av utenlandske foretak og av norske ikke-finansielle foretak hver for om lag 15 prosent av det utestående i markedet. De siste årene har utenlandske foretak i perioder vært betydelige utstedere i det norske markedet for ikke-finansielle foretak med høy kredittrisiko (high yield).

Norske foretak tar også opp et betydelig volum obligasjonsgjeld utenfor det norske markedet. For eksempel var om lag 45 prosent av utestående obligasjoner fra norske banker og kredittforetak ved utgangen av 2016 utstedt i en annen valuta enn norske kroner.[9]

Det norske markedet for sertifikater[10] er betydelig mindre enn obligasjonsmarkedet. Ved utgangen av 2016 var utestående volum 156 milliarder kroner. Av dette utgjorde statskasseveksler 76 milliarder kroner.[11] Den nest største utstedergruppen er kommuner og fylkeskommuner, som på samme tidspunkt hadde utstedt sertifikater for i underkant av 60 milliarder kroner. Private utstedere står for lite av volumet i sertifikatmarkedet, med et samlet utestående volum på om lag 20 milliarder kroner ved utgangen av 2016. Det er selskaper innen kraft, eiendom og transport som er de største private utstederne.[12]

5.5.2 Funksjonsmåte og effektivitet

Svar fra Norges Banks spørreundersøkelse[13] viser at aktørene vurderer likviditeten i det norske markedet som middels eller bedre enn middels for alle typer obligasjoner. For OMF (obligasjon med fortrinnsrett, normalt en obligasjon utstedt med fortrinnsrett i lån til bolig eller annen eiendom) vurderes likviditeten som god eller meget god, mens obligasjoner utstedt av ikke-finansielle foretak vurderes som noe over middels. Markedets størrelse må ses i sammenheng med at kredittgivningen i Norge i stor grad skjer gjennom bankene. Det er også bakgrunnen for at det norske markedet domineres av finansielle foretak på utstedersiden. Den norske staten har lite lånebehov, og dette bidrar til å gjøre det norske statspapirmarkedet mindre enn i andre land av samme størrelse.

Oslo Børs etablerte allerede i 2005 en alternativ markedsplass for obligasjoner (ABM[14]) med forenklet prospektplikt, mindre strenge krav til dokumentasjon for utstedere og ikke krav til å føre regnskap etter IFRS (International Financial Reporting Standards, altså internasjonale regnskapsstandarder). Det kan ha bidratt til å bedre tilgangen til obligasjonsmarkedet for mindre utstedere.

Selskapet *Nordic Bond Pricing* tilbyr fra 1. januar 2015 daglig utstedere og investorer indikative annenhåndspriser for alle norske obligasjoner basert på meglere og analytikeres anslag. En slik omfattende prisingstjeneste ser ikke ut til å være tilgjengelig i andre nordiske markeder og har trolig bidratt til mer effektiv prising, selv om omsetningen i perioder kan være liten.

Nye ratingselskaper har kommet til. Blant annet har tyske *Scope Ratings* etablert seg, og

---

7 Obligasjoner er standardiserte lån med opprinnelig løpetid på mer enn ett år. Obligasjoner er ihendehaverpapirer som gir eieren rett på tilbakebetaling av hovedstol og renter, og kan i tillegg inneholde konverteringsrett til aksjer. Obligasjonsmarkedet er et organisert marked for utstedelse (førstehåndsmarkedet) og omsetning (annenhåndsmarkedet) av obligasjoner.

8 Gjelder alle utstedere, uavhengig av valuta.

9 Merk at selv om man kan ta opp valutalån i Norge, er det ikke vanlig å utstede slike lån i det norske markedet.

10 Standardiserte omsettelige lån med løpetid under ett år.

11 Statens egenbeholdning av statskasseveksler er 32 milliarder kroner.

12 Selv om slike papirer er listet på børsen, skjer omsetning i hovedsak «over disk», direkte fra meglere.

13 Norges Bank har hvert halvår siden høsten 2016 gjennomført en kvalitativ spørreundersøkelse der respondentene vurderer markedslikviditeten. Resultatene publiseres i rapporten Finansiell stabilitet.

14 Antall noterte lån på ABM per september 2017 var 1 228. Utestående nominell verdi var 433 073 millioner kroner per september 2017.

Nordic Trustee har i samarbeid med øvrige nordiske aktører etablert *Nordic Credit Rating*. Noen norske kraftselskaper har nå fått rating fra Scope, mens Nordic Credit Rating foreløpig ikke er i drift.

Det norske markedet har en velfungerende og utbredt tillitsmannsordning. Selskapet Nordic Trustee står som tillitsmann for en betydelig del av obligasjonene i det norske markedet. En velfungerende tillitsmannsordning bidrar til at obligasjonseiernes interesser ivaretas på en effektiv måte og kan bidra til at restruktureringsprosesser ved brudd på låneforpliktelser kan gjennomføres enklere. Det vil også kunne gi en bedre pris for utstederne.

Enkelte aktører peker på at utarbeidelse av prospekt og låneavtaler for obligasjoner utstedt av ikke-finansielle foretak under norsk lovgivning er enklere og mer kostnadseffektivt enn i andre land. Det har særlig vært uttalt i forbindelse med utstedelser av såkalte høyrisikoobligasjoner i det norske markedet. Sammen med et høyt innslag av oljerelaterte selskaper i Norge kan dette ha bidratt til å trekke til seg utenlandske utstedere i det norske markedet for høyrisikoobligasjoner, noe som kan har gjort markedet større og mer effektivt.

Utvalgets hovedinntrykk er at det norske obligasjonsmarkedet er velfungerende og relativt effektivt, selv om det er nokså lite. I det følgende omtales likevel noen områder hvor utvalget har konkrete forslag til videreutvikling.

5.5.3 Utstedelse av obligasjoner med fortrinnsrett

I Norge er det, blant annet for å sikre uavhengighet mellom eierbank og kredittforetak, krav om at OMF skal utstedes av et kredittforetak som er underlagt særskilt tilsyn, og som i hovedsak finansierer virksomheten med OMF. Praksis har ført til at det allikevel er betydelige bindinger mellom OMF-kredittforetak og eierbanker i form av garantier og lignende. Dette bidrar til at det klare skillet mellom institusjonene som loven søkte å opprette, er utvannet. Tidligere var praksis i Danmark og Sverige den samme som norsk praksis, men ordningen er der endret slik at det ikke lenger stilles krav til at virksomheten skilles ut i eget kredittforetak.

Utvalgets anbefaling

– Den norske ordningen med obligasjoner med fortrinnsrett bør vurderes endret, slik at den blir mer på linje med det som praktiseres i blant annet Sverige og Danmark, og slik at det ikke lenger stilles krav til at virksomheten skilles ut i eget kredittforetak.

5.5.4 Bortfall av «skyggerating»

Bare et fåtall norske bedrifter (utover bankene) har offisiell rating fra et av de store internasjonale kredittvurderingsbyråene. En antatt hovedårsak til dette er at norske bedrifter er relativt små i internasjonal målestokk, og dette slår negativt inn på kredittvurderingsselskapenes vurdering av bedriftenes kredittverdighet. Inntil 2017 tilbød meglere og banker såkalt «skyggerating» av et stort antall norske utstedere som ikke hadde denne offisielle kredittvurderingen. Systemet med skyggerating bidro trolig til at mindre utstedere enklere kunne innlemmes i investorenes investeringsuniverser eller mandater. EU-regler om kredittvurdering har gjort det umulig for meglere og banker og fortsette en slik praksis.[15]

Utvalgets anbefaling

– Utvalget mener at bortfallet av skyggerating var uheldig for mindre utstederes tilgang til obligasjonsmarkedet. Utvalget anbefaler at man utreder mulige alternativer.

5.5.5 Innsyn i obligasjonseierskap

Finansdepartementet har anbefalt å ikke åpne for innsyn i hvem som eier obligasjoner. Forslaget var på høring i tilknytning til ny verdipapirregisterlov. Saken er fremdeles under behandling i Finansdepartementet. Utvalget mener at åpenhet og transparens er viktig for at finansmarkedene skal fungere effektivt. Konsekvensene av offentlig innsyn i obligasjonseierskap er imidlertid etter utvalgets syn ikke tilstrekkelig utredet.

Utvalgets anbefaling

– Samlede konsekvenser av offentlig innsyn i obligasjonseierskap bør utredes nærmere før det eventuelt innføres.

[15] Se http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32013L0014 og http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32013R0462

5.5.6 Løpetid for norske statsobligasjoner

Markedsaktører har uttrykt ønske om at den norske staten begynner å utstede rentepapirer med inntil 30 års løpetid. Dette kan gjøre det enklere å øke durasjonen i obligasjonsporteføljer og gi prisingsreferanse for private utstedere som ønsker å utstede papirer med lengre løpetider. Fordi den norske staten ikke har behov for slik finansiering, innebærer dette imidlertid en ekstra kostnad for myndighetene. Normalt har utlendinger kjøpt 60–80 prosent av nye utstedelser i norske statsobligasjoner. Den samfunnsøkonomiske gevinsten av slike utstedelser er usikker, men siden all statsgjeld i prinsippet kunne ha blitt innløst, også den med 10 års løpetid, er dette allerede en praktisert avveining.

Utvalgets anbefaling

– Utvalget mener at Finansdepartementet bør vurdere fordeler og ulemper ved å utstede norske statsobligasjoner med lengre løpetid enn i dag (gjerne opptil 30 år). Det er ikke åpenbart at dagens praksis med opptil 10 års løpetid er optimal.

5.5.7 Verdipapirisering

Verdipapirisering innebærer at en långiver, oftest en bank, selger utlån/eiendeler til et spesialforetak som har en virksomhet som er begrenset til å eie fordringene, og finansiere kjøpet av dem, ved utstedelse av obligasjoner og egenkapitalinnskudd. Spesialforetaket regnes ikke som kredittinstitusjon og er ikke underlagt kapitalkrav eller tilsyn.

Det ble tilnærmet full stans i verdipapiriseringer internasjonalt etter den internasjonale finanskrisen da uheldige verdipapiriseringer i USA var en viktig kilde til problemene som oppsto. Boliglån med lav kredittkvalitet som ble bevilget av långivere som ikke hadde insentiv til å undersøke låntakerens kredittverdighet, ble verdipapirisert i stort omfang. Da krisen kom, viste det seg at disse lånene var svært tapsutsatte, på tross av at mange av disse instrumentene hadde fått høy rating. Man kan argumentere for at dette ikke skjedde på grunn av verdipapirisering i seg selv, men som en følge av måten det ble gjort på og mangel på god regulering.

Verdipapirisering er per i dag ikke tillatt i Norge. De norske realkredittforetakene som bankene har etablert for å utstede obligasjoner med fortrinnsrett, er ikke i denne kategorien siden de omfattes av bankreguleringene, blant annet om kapitaldekning. Utlånene/eiendelene kan likevel settes sammen ut fra risiko/avkastning slik at de bedre retter seg mot ulike investorgrupper.

Verdipapirisering kan bidra til mer effektiv risikospredning for långivere og bedre tilgang til kreditt for enkelte låntakergrupper. Overføring av kredittrisiko fra finansinstitusjonene til obligasjonsmarkedet kan bidra til mer effektiv risikostyring både i finansinstitusjonene og hos investorer i obligasjonsmarkedet. Det kan også gi en indirekte tilgang til obligasjonsmarkedet og dermed mulighet for alternativ finansiering for låntakere som er for små til å legge ut egne obligasjonslån (som SMB). Den norske OMF-ordningen vil ikke direkte bidra til dette fordi disse obligasjonseierne tar svært begrenset kredittrisiko, og fordi ordningen er avgrenset til boliglån, lån til næringseiendom og kommunelån. I tillegg er OMF-utstederne datterselskaper av banker og selv underlagt kapitaldekningsregelverket.

Verdipapirisering gir bankene nye finansieringsmuligheter og kan frigjøre kapital til nye utlån til husholdninger og foretak. I sine bestrebelser på å stimulere verdipapiriseringen i Europa legger EU-kommisjonen stor vekt på dette argumentet.[16] Verdipapirisering kan dessuten bidra til å gjøre det enklere for bankene å oppfylle kravene til samsvar mellom løpetid på eiendeler og finansiering i likviditetsregelverket.

Verdipapirisering vil kunne bidra til økt tilbud av verdipapirer (obligasjoner) og vil bidra til vekst i obligasjonsmarkedet. Det gir muligheter for både økt bredde og dybde i obligasjonsutstedelser. Det vil igjen kunne føre til økt annenhåndsomsetning og dermed mer likviditet i markedet, noe som igjen kan gjøre det mer attraktivt å finansiere investeringer gjennom utstedelser av obligasjoner. Mer verdipapirisering vil slik sett bidra til mer effektive kapitalmarkeder. Effekten må antas å være større, jo mindre obligasjonsmarkedet er i utgangspunktet.

Baselkomitéen har etablert standarder for verdipapiriseringer der det blir stilt krav om at den opprinnelige långiveren beholder en viss eksponering mot de underliggende aktiva som blir gjenstand for verdipapiriseringer. Det har også vært gjort endringer i rammebetingelser for og tilsyn med kredittvurderingsselskaper og tilstramming av kapitalkravene for verdipapirer som banker holder i sin handelsportefølje. EU har vedtatt nye

[16] Se EUs arbeid med å opprette en kapitalmarkedsunion (CMU), http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-15-5733_en.htm?locale=en.

regler som skal sikre både enklere og mer transparente verdipapiriseringer.[17] Det er etablert en standard for slike verdipapiriseringer. Det vil være omfattende dokumentasjonskrav, og gjennom obligatorisk rapportering til ESMA[18] vil informasjonen være tilgjengelig for investorer på Internett.

De nye bestemmelsene i EU er vedtatt som forordning. Det gir ikke rom for nasjonal tilpasning. Bestemmelsene vil sannsynligvis bli tatt inn i EØS-avtalen. Når det skjer, må Norge åpne for adgang til verdipapirisering i lovverket. Som ledd i arbeidet med å skape en kapitalmarkedsunion, vil EU også vurdere endringer i andre bestemmelser av relevans for obligasjonsmarkedets funksjonsmåte. Gjennomføring av tiltak som sikrer samme rammebetingelser i Norge som i resten av Europa, vil være viktig for å fremme et effektivt norsk obligasjonsmarked.

Utvalgets anbefalinger

– Sikker og transparent verdipapirisering kan øke størrelsen på obligasjonsmarkedet. Det kan bidra til økt likviditet og kan gjøre markedet mer attraktivt for nye utstedere. Utvalget mener Norge bør følge regelverksutviklingen i EU og sikre rask og effektiv innføring av regler om verdipapirisering i Norge, slik at norske finansforetak og investorer får fullverdig tilgang til denne muligheten.

5.6 Grønn omstilling og grønne obligasjoner

I hovedsak vil det være det tradisjonelle finansmarkedet, med eksisterende instrumenter og institusjoner, som også finansierer tiltak som bringer ned klimarelaterte utslipp i fremtiden. Frem til nå ser det ikke ut til å være noen bred utvikling internasjonalt i retning av at land etablerer nye typer institusjoner for å markedsfinansiere klimarelevante prosjekter og foretak. Det er tradisjonelle virkemidler og tiltak, som etablering av klimavirkemidler i Enova, Innovasjon Norge og gjennom Fornybar AS i Norge, som utgjør den viktigste innretningen av egne virkemidler på dette området.

Det er likevel et område der vi har sett fremvekst av nye instrumenter, nemlig det som går under betegnelsen grønne obligasjoner. Grønne obligasjoner er verdipapirer på samme måte som ordinære obligasjoner. Forskjellen er at midlene som hentes inn, skal øremerkes prosjekter som har positiv klima- og miljøeffekt, samt bidrar til klimatilpasning (såkalt «miljøriktige formål»). Slike obligasjoner vil på sikt kunne spille en større rolle i næringslivets finansiering av mer klimavennlige løsninger, også i Norge.

Internasjonalt ble grønne obligasjoner introdusert i 2007 med emisjoner fra European Investment Bank (EIB) og World Bank. Det tok noen år før konseptet «tok av», og først i 2013 så man at bedrifter kom til markedet med slike emisjoner. Det året var også første gang at kommunale utstedere gikk i markedet, blant annet Gøteborg kommune. Markedet var i 2013 globalt på 11 milliarder amerikanske dollar, og året etter så man en kraftig vekst opp til om lag 36 milliarder dollar. I 2017 var volumet av utestående grønne obligasjoner om lag 300 milliarder dollar totalt.

International Capital Markets Association (ICMA) har utarbeidet prinsipper for grønne obligasjoner, kalt Green Bond Principles (GBP). Disse prinsippene har som hensikt «å muliggjøre og utvikle nøkkelrollen som markeder for gjeldspapirer kan spille gjennom å finansiere prosjekter som bidrar til en miljømessig bærekraftig utvikling». Prinsippene, som er frivillige å følge, skal bidra til økt integritet i markedet ved å vektlegge åpenhet, informasjon og rapportering. Dette bør beskrive hvordan provenyet fra grønne obligasjoner benyttes og prosjektenes miljøeffekter, både forventede og realiserte. Det finnes også andre tilsvarende prinsipper og standarder, som for eksempel Climate Bond Initiative.

Grønne obligasjoner må være attraktive for både utsteder og investor om de skal ha en rolle i å bidra med kapital til prosjekter. De første store utstedelsene, særlig internasjonalt, var drevet av utsteder, men etter hvert ser utviklingen ut til å bli investordrevet. Flere investeringsmiljøer har også øremerket midler til grønne obligasjoner, og det er også fremvekst av obligasjonsfond som er grønne. I Norge er særlig CICERO Senter for klimaforskning og DNV GL aktive i markedet rundt tilrettelegging for og sertifisering av grønne obligasjoner.

Det er flere markeder for utstedelse og omsetning av slike tematiske obligasjoner, blant annet Oslo Børs, men også uregulerte markeder. Utviklingen har en rekke implikasjoner:

[17] European Commission – press release: *Capital Markets Union: EU reaches agreement on reviving securitisation market.* http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-1480_en.htm

[18] European Securities and Markets Authority.

- Konseptet er avhengig av at vurderingen av det underliggende prosjektets miljøriktighet er korrekt, troverdig og etterprøvbar. Vurderingen som utstedelsen bygger på, er basert på et uavhengig fagmiljø. Det er rom for flere slike miljøer.
- Etterprøvbarhet over et langt tidsrom vil være en utfordring, både fordi det krever en separasjon av en del av foretakets aktivitet og fordi uforutsette begivenheter vil kunne medføre avvik fra forutsetningene.
- Om de store investorene skal bygge opp porteføljer av grønne obligasjoner, kreves størrelse, likviditet og gjennomsiktighet i markedet. Det er særlig de regulerte markedene som kan tilby dette.

I Norge har så langt særlig kraftselskaper benyttet seg av grønne obligasjoner som finansieringskilde for klimavennlige prosjekter. I tillegg har Kommunalbanken utstedt slike obligasjoner. Det forventes at grønne obligasjoner på sikt vil kunne spille en større rolle i næringslivets finansiering av mer klimavennlige løsninger, også i Norge.

Markedet for grønne obligasjoner i Sverige har eksistert lenger enn i Norge, og er større og mer utviklet. Det ble nylig lagt frem en svensk offentlig utredning om grønne obligasjoner.[19] Denne viser innledningsvis til at markedet for grønne obligasjoner har vokst eksponentielt over det siste tiåret, men at det fortsatt utgjør en liten del av det samlede obligasjonsmarkedet i verden. Den viser til at utstedelse eller kjøp av grønne obligasjoner i hovedsak har en signalverdi, og at de gjennom sertifisering og rapportering (dialog) har høyere kostnader enn tradisjonelle obligasjoner.

Utredningen presiserer så at dens overgripende oppdrag har vært å identifisere måter et marked for grønne obligasjoner kan fremmes. Utredningen har således ikke hatt som oppdrag å bedømme om grønne obligasjoner er et effektivt finansielt instrument eller vurdere om dette markedet bør styrkes eller ikke. På det grunnlaget foreslås det likevel et antall ulike initiativer som samlet eller separat kan videreutvikles til å styrke markedet:

- Utstedelse av en svensk statlig grønn obligasjon.
- Statseide foretak som utstedere og kjøpere.
- Boligfinansiering og sikkerhet i form av obligasjoner.
- Betaling ved leveranse (av klimakutt).
- Å kopiere Singapore-modellen (statlig tilskudd for ekstrakostnader ved obligasjonene).
- Fungerende annenhåndsmarkedet med tydelige regler.
- Måling og rapportering.

Som et siste punkt presiserer utreder at det ikke er behov for egen svensk lov om grønne obligasjoner, blant annet under henvisning til fremtidig utviklingsarbeid innenfor EU.

Utvalgets vurderinger av grønne obligasjoner

Grønne obligasjoner er interessante, fordi de kan legge til rette for handler mellom etterspørrere med særlige prosjekter og tilbydere av kapital med særlige ønsker. Markedet er fleksibelt, når slike nye produkter vokser frem. På den andre siden krever et velfungerende marked at det får en betraktelig størrelse på både emisjonssiden og på annenhåndssiden, og det norske markedet for grønne obligasjoner har ikke dette omfanget ennå.

Utstedere og tilretteleggere av grønne obligasjoner må arbeide sammen for å styrke markedet for og omsettbarheten av slike verdipapirer, og dermed øke relevansen og nytten av grønne obligasjoner for bedrifter som vil finansiere ny vekst på relevante områder.

Et større samarbeid over grensene og/eller felles marked med andre nordiske land, særlig Sverige, vil styrke attraktiviteten av grønne obligasjoner for både utsteder og investor. Over tid vil det offentliges rolle i Norge, som i Sverige, bli utviklet gjennom deltakelsen i kapitalmarkedsunionen og utviklingen i regulering i EU.

5.7 Pantsetting av patenter

Som nevnt innledningsvis kan pantsettelse være avgjørende for å få tilgang til fremmedkapital. Nye bedrifter, bedrifter som opererer i tjenestemarkedet, og bedrifter som legger vekt på teknologiutvikling, kan ha lite realkapital og dermed få gode panteobjekter. Det reduserer muligheten for å ta opp lån, og prisen blir høyere, gitt at alt annet er likt.

For å avhjelpe dette er det i Norge gitt adgang til å stille patenter som pant. For å få sikre en slik panterett må pantsettelsen registreres hos Patentstyret.[20]

[19] SOU 2017: 115. *Att främja gröna obligationer*

[20] Se https://www.patentstyret.no/tjenester/pantsetting-av-patent/

Utvalgets vurderinger av pantsetting av patenter

Utvalget har grunn til å tro at omfanget av lån som er gitt med pant i patenter, er lite sammenlignet med andre former for pant. Dette skyldes trolig flere forhold – dels at patenteringsgraden i norske bedrifter er lav, og dels at långivere har liten erfaring med å tiltre slike pant og realisere vesentlige verdier dersom bedriften som utviklet patentet, ikke har fått det til.

Utvalgets anbefaling

– Effektene av endringene i panteloven § 4-11 i 2015 om pantsetting av patenter bør gjennomgås. Det bør undersøkes om det er mulig å gjennomføre tiltak for å øke kjennskapen til og bruken av denne muligheten.

Kapittel 6
Informasjonsasymmetri og digitalisering

6.1 Innledning

Informasjonsasymmetri er trolig den viktigste markedssvikten i kapitalmarkedet. Tiltak som bidrar til å redusere informasjonsasymmetri kan ha stor effekt på tilgang til kapital og på prisen foretakene må betale i finansmarkedene. Myndighetene kan spille en aktiv rolle ved å legge til rette og regulere, slik at problemene med informasjonsasymmetri blir redusert. Ny teknologi vil dessuten kunne få betydning for hvordan informasjon samles og brukes. Det vil kunne få store konsekvenser for finansmarkedenes virkemåte og gir mulighet for helt nye finansieringsformer.

I motsetning til typiske varemarkeder, hvor det skjer en utveksling av goder, forutsetter kapitalmarkedet at man overlater en mengde kapital i en annens varetekt mot et løfte om mer eller mindre sikker tilbakebetaling. Skulle den som mottok kapitalen for eksempel forsvinne eller bli slått konkurs, er det ressurskrevende å få kapitalen tilbake. Informasjon om mottakeren og det kapitalen skal brukes til, kan redusere risikoen betraktelig. Mottakere av kapital, enten som lån eller egenkapital, har imidlertid insentiver til å gi gal eller misvisende informasjon. Denne asymmetrien, at mottakeren i utgangspunktet vet mer enn kapitaltilbyderen, er et viktig premiss for hvordan kapitalmarkedet er bygget opp.

Utfordringene gjør seg imidlertid ikke bare gjeldende for dem som tilbyr kapital, men også for de som etterspør kapital. Finansielle kontrakter kan være komplekse, og uten nødvendig kunnskap risikerer mottakeren å betale for mye eller få kapital i en form som ikke fyller virksomhetens behov.

I det kapitalmarkedet som finansierer bedrifter, er informasjonsasymmetri en hovedutfordring både for at bedrifter skal få finansiering, og for at de skal å få rett finansiering. Det er også årsaken til at investorer kan vegre seg mot å investere i enkeltbedrifter som de ikke kjenner godt nok. Reguleringer, børsmarkedet, velfungerende mediekanaler, rapportering og forutsigbarhet er viktige elementer for å redusere informasjonsasymmetri så langt som mulig for at partene i kapitalmarkedet får et tillitsgrunnlag for å handle.

6.1.1 Informasjon og effektene på kapitaltilgang og kapitalprising

I mangelen på sikker informasjon oppstår det et paradoks: Det blir mest lønnsomt å selge dårlige varer.[1] De som har et godt produkt, er ikke i stand til å skille seg ut, så de må selge til «for lav pris», mens de som har et dårlig produkt, får solgt til «for god pris». Da blir det bare lønnsomt å tilby dårlige produkter. Det er ikke en samfunnsøkonomisk god løsning.

Et annet problem er at kapitaletterspørrere som har gode prosjekter, risikerer å bli helt stengt ute fra kapitalmarkedet. Dersom investorer ikke er i stand til å skille mellom god og dårlig informasjon, kan de finne det mer gunstig *å ikke tilby kapital* enn å tilby kapital til en høy pris. Dette gjelder både for lån og egenkapital.

Lange avstander og manglende forretningshistorie kan være elementer som gjør informasjonstilgang vanskelig. Tilsvarende er pantsettelse og garantier virkemidler som beskytter kapitaltilbydere, spesielt långivere, mot konsekvensene av å være for dårlig informert.

Dersom bedriften mangler kunnskap om finansielle markeder, kan det gjøre informasjonsutvekslingen enda vanskeligere. Kunnskap gjør det enklere å være målrettet i søket etter kapital og i å presentere bedriftens kvalitet og utsikter på en troverdig måte.

6.1.2 Ulike kilder til informasjon

Det institusjonelle rammeverket i finansmarkedene har som formål å redusere informasjonsproblemet. I Norge er kravene til offentlig regnskaps-

[1] I økonomifaget er dette kjent som «market for lemons» etter *Akerlof, George A. (1970). The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism.*

rapportering og i de fleste tilfeller uavhengig revisjon av høy kvalitet det viktigste grunnlaget for informasjon om alle norske bedrifter som søker kapital i markedene.

Et annet eksempel er at man kan redusere informasjonsproblemet hvis man går inn i en langsiktig kunderelasjon, eller hvis man deler et bredere spekter av informasjon med kapitaltilbyderen. Dette er bankenes forretningsidé. De utfører mange typer finansielle tjenester og lærer om kunder gjennom langsiktige relasjoner. Bankene har derfor ofte mye informasjon om mulige låntakere.

Det offentlige samler også inn mye informasjon, blant annet i forbindelse med beskatning. Fordi offentlige registre brukes til å fastsette blant annet skatt, har informasjonen i slike registre høy troverdighet. Dersom låntakere gir långivere tilgang til informasjon fra slike registre, kan det redusere informasjonsasymmetrien.

Også private firmaer vil tilby informasjonsinnsamling og informasjonsbearbeiding, gjerne ved tilgjengeliggjøring av offentlig registerinformasjon. Ett eksempel er ratingselskaper, som tilbyr kredittvurderinger av selskaper. Ratingselskapet vil få økt tillit dersom vurderingene viser seg å holde god kvalitet over tid.

6.1.3 Effekter av digitalisering på tilgang til informasjon

Digitalisering har bidratt til å gjøre både innsamling og informasjonsbehandling enklere:

- Bruk av digitale plattformer gjør både at man legger igjen flere målbare spor, og at det er enklere å samle og systematisere disse sporene. Dermed blir det enklere å «overvåke» den som mottar kapital, og dette bidrar til å redusere problemet med informasjonsasymmetri.
- Evnen til å nyttiggjøre seg store datamengder i investerings- og kredittvurderinger har økt betydelig de siste årene. Det kan bidra til å øke presisjonen i vurderingene.
- Blokkjedeteknologi kan brukes til å kontrollere eierskap over aktiva over tid og på tvers av landegrenser. Det gjør det mulig å tenke seg at man utvikler helt nye sett av avtaler, betalingsformer og sikkerheter. Det kan også bidra til å redusere usikkerheten ved internasjonale kapitalstrømmer.
- Digitale plattformer gjør det også enklere for dem som etterspør kapital å orientere seg mellom tilbydere. Dette styrker konkurransen, åpner nye markeder og kan redusere betydningen av fysisk nærhet.

Endret tilgang på informasjon kan endre måten kapitalmarkedet fungerer på:

- Eksisterende institusjonsstrukturer settes under press og nye oppstår. Blant annet reduseres informasjonsfordelen som tradisjonelt har vært knyttet til bankvirksomhet. Mye av den informasjonen bankene har hatt monopol på gjennom å sitte på informasjon om både betalinger, innskudd og gjeld, kan nå fanges opp gjennom andre kanaler eller gjøres tilgjengelig for andre av kunden selv. Det vil styrke konkurransen, endre måten bankene opererer på, og kan bidra til å sette de etablerte bankene under press.
- Nye samarbeidsformer og nye typer institusjoner kan sette det eksisterende reguleringsregimet under press og gi behov for ny regulering.
- Bedrifter som vet å tilpasse seg nye finansieringsformer, for eksempel ved å gi alternative tilbydere tilgang til nødvendig informasjon, vil kunne redusere sin finansieringskostnad. Bedrifter som ikke utnytter dette, vil kunne oppleve at kapitalkostnaden kan øke.
- Over tid kan man oppleve at forskjeller i nasjonale registre og lovverk får mindre betydning fordi man har alternative måter å sikre informasjonstilgangen på.
- Større tilgang på objektiv informasjon og evaluering kan redusere betydningen av fysisk nærhet i forholdet mellom bedrift og investor. Samtidig kan muligheten for god kvalitativ skjønnsutøvelse i vurderingen av virksomheter, prosjekter og nøkkelpersoner i en kredittprosess reduseres.
- Samordning av offentlige registre kan bidra til å forenkle informasjonstilgangen for kredittilbydere.

6.1.4 Blokkjedeteknologi

Tillit er sentralt ved oppbevaring og registrering av kapitalvarer som eiendom, verdipapirer eller edelstener. Tradisjonelt har tillit blitt opprettholdt gjennom offentlige garantier, offentlige registre, regulering og lovverk, eller gjennom at private aktører har dokumentert troverdig langsiktighet.

Med blokkjedeteknologi kan man i teorien oppnå slik tillit i et digitalt nettverk på tvers av landegrenser, uten offentlig innblanding. Blokkjede er betegnelsen på en type databaseteknologi som gjør det mulig å lage databaser som i praksis ikke skal kunne manipuleres, slik at muligheten for svindel blir redusert til et minimum. Databasen er normalt ikke lagret sentralt, men helt eller delvis hos hver enkelt deltaker i databasen. Den er byg-

get opp som en kjede av moduler hvor det gis monetære insentiver til å gjøre kontinuerlig oppdatering. For å endre lagrede data må en ondsinnet angriper endre eksisterende moduler før noen klarer å oppdatere databasen med en ny modul. Dette er teoretisk mulig, men skal i praksis ikke la seg gjøre.

Blokkjeder gjør det mulig å opprette private eiendomsregistre. Den meste kjente applikasjonen av et slikt register er den virtuelle og private betalingsenheten *Bitcoin*. Nye virtuelle valutaer er utviklet, og noen er utformet slik at det kan legges andre tjenester på toppen av den virtuelle valutaen. Et eksempel er Etherum. Et annet eksempel på bruk av blokkjeder er *initial coin offerings* (ICO). Dette er utstedelse av ny digital valuta for å finansiere konkrete formål, som for eksempel nye bedrifter. Det har vært vanskelig for tilsynsmyndighetene å regulere ICOer, siden disse utstedelsene (i praksis eierandeler i digital kode) har karakteristika som ligner både på egenkapital og fremmedkapital.

Blokkjedeteknologien er fremdeles forholdsvis ny. Potensialet er derfor ukjent. Foreløpig har teknologien i hovedsak blitt brukt til lagring av data om inngåtte transaksjoner. Skulle man klare å realisere en effektiv måte å opprette sikre registre på, kan det over tid skape rom for helt nye internasjonale former for kredittgivning. Med internasjonale panteregistre og internasjonal valuta vil man redusere viktige hindringer for internasjonale kapitalstrømmer. Det kan gi mer effektiv kredittilgang til gode prosjekter som passer inn i blokkjedeteknologiens rammer, men samtidig svekke kredittilgangen til prosjekter som ikke passer for en slik plattform. Særlig bankenes rolle som kredittformidler kan endres i et slikt scenario. Dette vil begrense muligheten for nasjonal kredittregulering og øke behovet for internasjonalt samarbeid og regulering. Foreløpig har blokkjedeteknologi hatt begrenset effekt på kapitalmarkedet.

6.2 Utvalgte problemstillinger og vurderinger

6.2.1 Fintech – ny finansiell teknologi

Digitalisering av finansielle tjenester er i sterk vekst. I Norge foregår digitaliseringen i hovedsak innen bankene, som ligger langt fremme internasjonalt i bruk av digitale finansielle tjenester. Utviklingen av ny finansiell teknologi har ført til endret regulering på flere områder, og det er grunn til å tro at det vil bli behov for å tilpasse reguleringen til den teknologiske utviklingen også fremover. Ny regulering er viktig for å sikre god forretningspraksis, samt for å fremme konkurranse og utvikling av effektive løsninger.

Hva er FinTech?

De siste årene har det vært en rask utvikling innen digitalisering av finansielle tjenester. Med denne utviklingen har *FinTech* etablert seg som begrep og fenomen. Det kan beskrives som teknologisk baserte finansielle innovasjoner som kan resultere i nye forretningsmodeller, anvendelser, prosesser, og produkter som kan få betydelige virkninger for finansmarkedene, finansinstitusjoner og tilbudet av finansielle tjenester. FinTech omfatter finansielle tjenester som utnytter utvikling innen digitalisering, utbredelse av Internett, kryptografi, kunstig intelligens kombinert med store mengder data, og muligheten for å koble teknologiene sammen.

FinTech kan føre til flere endringer i hvordan finansielle tjenester tilbys:

- Oppdeling av tidligere sammensatte tjenester. For eksempel kan betalingstjenester tilbys uavhengig av den banken man har betalingskonto i.
- Økende betydning av plattformer i stedet for integrerte tjenester. Dette innebærer blant annet økt bruk av digitale plattformer som benyttes til å formidle kapital direkte mellom långivere og låntakere i stedet for via banker som tilbyder.
- Kundene får flere kundeforhold. En oppdeling av tidligere sammensatte tjenester vil føre til at kunden ofte vil forholde seg til flere leverandører. For eksempel kan en kunde ha forskjellige tilbydere av betalingstjenester, bankkonto og kredittjenester.
- Tjenestene tilbys digitalt i stedet for fysisk. En konsekvens av dette er at smarttelefoner benyttes til både å anskaffe og bruke en tjeneste.
- Teknologiaktører utfyller og erstatter tradisjonelle finansaktører. For eksempel er store teknologiaktører som Google, Facebook og Apple eksempler på aktuelle nye tilbydere av betalingstjenester. Amazon er et eksempel på en ny tilbyder av SMB-lån basert på den virksomhetsinformasjonen de får gjennom sin markedsplass.
- Konkurransen blir i økende grad uavhengig av fysisk lokalisering.

International Monetary Fund (IMF) anslo totale investeringer i FinTech-selskaper til 25 milliarder

dollar internasjonalt i 2016. Financial Stability Board (FSB) anslo samme år investeringene til 22 milliarder dollar, som er en femdobling siden 2013. Utbredelsen av ulike FinTech-tjenester varierer fra land til land avhengig av nasjonale forhold, inkludert det regulatoriske rammeverket. Videre varierer det mellom ulike næringer. Det varierer også i hvilken grad FinTech benyttes til tjenesteproduksjon innenfor etablerte finansinstitusjoner eller i nye FinTech-selskaper.

Situasjonen i Norge

Norge har ligget langt fremme på bruk av teknologi i etablerte finansinstitusjoner, særlig innen betalingstjenester. Kontantandelen er lav i Norge, og brukerne er vant til å benytte elektroniske betalingsinstrumenter. Betalingsapplikasjoner som *Vipps* og *MobilePay* har hatt en rask vekst i Norge. På europeisk nivå vil det reviderte betalingstjenestedirektivet (*Payment Services Directive*, PSD2), som innføres i Norge i 2018, legge til rette for nye tilbydere av betalingstjenester gjennom regulert tilgang til betalingskonto for tredjeparter. Direktivet illustrerer samspillet mellom innovasjon og regulering. PSD2 åpner opp for mer innovasjon og konkurranse innen betalingstjenester gjennom regulert tilgang til betalingskontoer.

Virkninger av FinTech på banksystemet

Nye FinTech-aktører vil i økende grad tilby banktjenester. Dette vil kunne fremme konkurranse i disse markedene. Det kan gi bedre og mer effektive tjenester, men virkningene vil trolig variere mye mellom ulike typer bedrifter. For eksempel kan det tenkes at særlig risikable eller spesielle lokale bedrifter som ikke egner seg for automatisert kredittvurdering vil kunne få redusert kredittilgang. Samtidig kan inntektene til bankene svekkes, både som følge av at nye foretak tar over deler av markedet, og som følge av økt press på marginer.

Økt konkurranse fra alternative private digitale valutaer, som svekker tilbudet av sparing i lokal valuta, kan også øke finansieringskostnadene for bankene, og dermed gjøre finansieringen til bankene mindre stabil. Hvis kundene i mindre grad benytter innskudd i banker for å utføre betalinger vil bankene dessuten få redusert tilgang til informasjon om kunden.

Imidlertid har Norge fremdeles et bankbasert finansielt system, og hoveddelen av digitaliseringen av finansielle tjenester foregår innen bankene i Norge.

Regulatoriske utfordringer

- Nye spare- og låneformer, som folkefinansiering, kan medføre nye former for risiko. De tekniske løsningene som benyttes, kan medføre betydelig operasjonell risiko knyttet til slik låneformidling. Kredittrisikoen i långivningen kan øke dersom långiverne har mindre informasjon om låntakerne. Dette kan gi økte problemer med gjeldsbetjening hvis kreditt i større grad gis til kunder med lav kredittverdighet, og gi mindre stabil kredittilgang i urolige perioder.
- Aktørbildet vil trolig bli mindre oversiktlig og vanskelig å regulere. Både teleselskaper, internasjonale mediaselskaper og nye FinTech-aktører vil tilby finansielle tjenester i konkurranse med tradisjonelle finansforetak.
- FinTech kan bidra til ytterligere konsentrasjon av informasjon om enkeltpersoner hos enkeltaktører. Utnyttelse av informasjon og sårbarheter knyttet til tilgang, behandling og oppbevaring av informasjon kan ha betydning for tilliten til betalingssystemet og svekke effektiviteten i betalingssystemet.
- I et marked med mye finansiell innovasjon, er det en risiko for at aktørene velger å være forsiktige med å prøve nye løsninger fordi det regulatoriske rammeverket er uavklart. For å fremme innovasjon kan man opprette såkalte «regulatoriske sandkasser». En regulatorisk sandkasse er en mulighet til å tilby tjenester hvor det ennå ikke er fastlagt regulering, men innenfor en kontrollert ramme. Sandkassen vil typisk kunne definere elementer som prosjektets levetid, størrelse og omfang. Slike regulatoriske sandkasser har blant annet vært tatt i bruk i Storbritannia og Singapore.

Utvalgets vurderinger om FinTech – ny finansiell teknologi

Det forventes at ny teknologi i stadig økende grad vil gjøre det mulig å tilby nye tjenester og produkter på bred basis i hele verdikjeden. Aktørene vil bestå av etablerte finansforetak, nye FinTech-bedrifter og virksomheter på andre områder som vil tilby finansielle tjenester – for eksempel teleaktører, medieselskaper og internasjonale nettselskaper. Dette vil kunne gi økt mangfold og konkurranse, samt trolig lette kapitaltilgangen for mange bedrifter. FinTech vil mest sannsynlig bidra til at man i fremtiden får et mer integrert globalt finansmarked. Det kan ha både positive og negative effekter for norske foretak. De vil kunne

hente kapital fra et større marked, men også måtte konkurrere med flere aktører som søker kapital. Tradisjonell relasjonsbasert kapitaltilgang vil bli utfordret.

Utvalget merker seg at det er tatt initiativ fra Finansdepartementet om å vurdere et lavterskelkontaktpunkt mellom myndighetene og FinTech-virksomheter, og at IKT-Norge i samarbeid med Finans Norge arbeider med en utredning av muligheten for å opprette regulatoriske sandkasser. Utvalget støtter at man arbeider videre for å vurdere effektene av å ta i bruk regulatoriske sandkasser i Norge.

Utvalgets anbefaling

– Norske myndigheter må gjennom regelverksutforming aktivt legge til rette for at norske aktører kan tilby nye finansielle tjenester gjennom anvendelse av ny teknologi, både som tilbydere og etterspørrere av kapital. Samtidig må reguleringen utformes slik at den ivaretar finansiell stabilitet og sikkerhet, og at den beskytter rettighetene til de som bruker finansielle tjenester. De regulatoriske myndighetene bør styrke sin teknologikompetanse. Utviklingen vil også kreve økt internasjonalt samarbeid om regulering og tilsyn av nye FinTech-aktører og innovative finansielle tjenester.

6.2.2 Folkefinansiering

Nye og økte finansieringsmuligheter gjennom digitale plattformer

Fremveksten av digitale plattformer som kobler investorer/långivere og gründere/bedrifter direkte sammen, kan innebære nye og økte finansieringsmuligheter for næringslivet. Folkefinansiering (også kalt crowdfunding/crowdlending eller gräsrotsfinansiering i Sverige) karakteriseres ved at selskaper/gründere gjennom en digital plattform henter inn mange relativt små beløp fra et relativt stort antall investorer – fra «folkemassene».

Folkefinansiering legger til rette for at bedriftene/gründerne kan nå ut til et større antall potensielle investorer og långivere. Det gjør det mulig å hente inn kapital til lave transaksjonskostnader, og det legger til rette for risikodeling mellom mange investorer og långivere. For investorene og långiverne kan folkefinansieringsplattformer gi tilgang til et større investeringsunivers og enklere tilgang til å investere i unoterte bedrifter.

Folkefinansiering kan særlig være av betydning for oppstartsbedrifter med kort historikk, svak balanse og negativ kontantstrøm som gjerne heller ikke har pantbare eiendeler. Slike bedrifter vil som regel ikke ha tilgang til lånefinansiering hos bankene, og selv om prosjektene er forventet lønnsomme i fremtiden kan de være for små til at de er interessante for venturekapitalmiljøet. Folkefinansiering kan også gi tilgang til rimeligere finansiering for bedrifter som ellers også kunne ha fått tilgang til kapital gjennom tradisjonelle kanaler.[2]

Det skilles mellom fire hovedtyper av folkefinansiering: belønningsbasert, donasjonsbasert, egenkapitalbasert og lånebasert. Noen av de mest kjente folkefinansieringsplattformene internasjonalt, som *Kickstarter* og *Indiegogo*, er belønningsbaserte. I Norge er *Bidra.no* blant de mest veletablerte plattformene for denne typen folkefinansiering.

Belønnings- og donasjonsbasert folkefinansiering regnes ikke som lovregulert finansiell virksomhet. Belønningsbasert folkefinansiering inkluderer likevel muligheten til å finansiere produktutvikling gjennom forhåndssalg, og det kan derfor være viktig både for kapital, markedsføring og tilbakemeldinger fra kunder. Låne- og egenkapitalbasert folkefinansiering kan innebære at plattformene utfører tjenester som ligger tett opp mot tjenestene som utføres av ordinære finansinstitusjoner. Avhengig av hvordan plattformene er innrettet, kan de derfor bli omfattet av det samme regelverket.

Internasjonalt er det i Kina og USA at folkefinansiering så langt har fått den største utbredelsen. Innenfor EU skiller Storbritannia seg ut med det største markedet for folkefinansering, mens Finland er lengst fremme i nordisk sammenheng. I 2015 ble det anslått at folkefinansierte lån sto for om lag 14 prosent av nye lån til små og mellomstore bedrifter i Storbritannia. Det er anslått at mer enn halvparten av disse lånene ikke ville ha blitt gitt av banker.[3] I den grad folkefinansiering bidrar til at forventet lønnsomme prosjekter som ellers ikke ville blitt realisert, faktisk blir realisert, så kan det bidra til økt samlet verdiskaping.

Markedet for folkefinansiering i Norge

Omfanget av låne- og egenkapitalbasert folkefinansiering i Norge er så langt relativt begrenset. De siste årene har det likevel blitt etablert plattformer også her. *Kameo*, som ble opprettet i 2014,

---

2 Malde, S. (2016). *Folkefinansiering i etableringsfasen*.

3 Meld. St. 34 (2016–2017) *Finansmarkedsmeldingen 2016/2017*

legger til rette for folkefinansiering av lån til eiendomsprosjekter og småbedrifter. Selskapet er registrert som låneformidler hos Finanstilsynet og har konsesjon til betalingsformidling gjennom det danske finanstilsynet. *Perx Folkefinansiering*, som er låneformidler av forbrukslån, ble registrert i januar 2017. *Monner* gjennomførte den første folkefinanseringen av et lån gjennom sin plattform i januar 2018 etter å ha mottatt nødvendige godkjennelser fra Finanstilsynet.[4] *FundingPartner*, som også er innrettet som låneformidler, venter på godkjennelse fra Finanstilsynet. Det er så langt ingen som har etablert eller søkt om etablering av egenkapitalbaserte folkefinansieringsplattformer i Norge. Norske bedrifter har lenge hatt muligheten til å hente kapital gjennom utenlandske plattformer.

De store finansinstitusjonene viser nå også interesse for folkefinansiering. Nordea lanserte i 2016 en plattform for egenkapitalbasert folkefinansiering, *Nordea Crowdfunding*, i Finland, og ble dermed den første storbanken som lanserte en plattform for denne type folkefinansiering i Norden. Plattformen vil også kunne bli lansert i Norge, men det kreves enkelte avklaringer fra Finanstilsynet først.[5]

Det kan være ulike grunner til at folkefinansiering så langt synes å være mindre utbredt i Norge enn i mange andre land. En forklaring kan være at kapitalmarkedet i Norge generelt er velfungerende, og at det derfor har vært mindre behov for alternative finansieringsformer som folkefinansiering. Folkefinansiering er imidlertid primært rettet mot bedrifter som kan ha utfordringer med å finne kapital gjennom tradisjonelle kanaler, og/eller som baserer seg på kapital fra lokale uformelle nettverk. Plattformene som så langt er etablert, rapporterer om høy interesse både fra bedrifts- og investorsiden. Flere aktører, blant annet Finans Norge, peker samtidig på uklarheter i regelverket som en viktig årsak til at folkefinansiering så langt har fått et beskjedent omfang i Norge.

Regulering av folkefinansiering internasjonalt

Folkefinansiering er så langt regulert ulikt fra land til land. Utviklingen har de siste årene gått i retning av at stadig flere land innfører egne lovverk for folkefinansering. Av landene som har gjort dette, er blant annet Storbritannia, Tyskland, Frankrike, Italia, Spania, Østerrike, Portugal og Finland. Flere land, blant annet Sverige, har pågående arbeid med å vurdere om det bør innføres et eget regelverk. I landene som ikke har eget regelverk, deriblant Norge, har fremveksten av folkefinansiering så langt vært håndtert innenfor det eksisterende regelverket på finansmarkedsområdet.

Nasjonale regelverk innenfor EU kan enten etableres innenfor eller på siden av MiFID-regelverket. De fleste land som har innført eget regelverk, har gjort det på siden av MiFID, med siktemål om å oppnå balanse mellom hensynet til investorbeskyttelse og å legge til rette for finansiering av gründere. Regulering utenfor MiFID innebærer normalt mer lempelige krav for plattformene og mindre omfattende rapporteringskrav for utstederen. For å ivareta investorbeskyttelsen innføres det som regel begrensninger på hvor store beløp enkeltpersoner kan investere gjennom slike plattformer, for eksempel som en andel av årlig inntekt eller nettoformue. Tilsvarende elementer inngår også i det amerikanske regelverket på området (se nærmere omtale i boks 6.1).

I handlingsplanen for den europeiske kapitalmarkedsunionen fra 2015 skriver Europakommisjonen at den vil legge til rette for alternative former for finansiering, særlig for å komplementere tradisjonell bankfinansiering, og at dette krever vektlegging av finansiell stabilitet og investorbeskyttelse.[6] I en rapport fra mai 2016 konkluderte Kommisjonen imidlertid med at det på daværende tidspunkt ikke var tungtveiende grunner for å etablere et EU-regelverk for folkefinansiering, sett i lys av folkefinanseringens lokale karakter og at sektoren er i rask endring. I oktober 2017 varslet likevel Kommisjonen at den ville starte forberedelsene med et felles EU-regelverk på området.[7] Kommisjonen viser særlig til at det har utviklet seg mange ulike regelverk tilpasset lokale forhold som i liten grad legger til rette for et enhetlig marked. Siktemålet med et felles regelverk vil særlig være å legge til rette for et større grenseoverskridende marked og å sikre kostnadseffektiv og sikker folkefinansiering.

---

4 Løvås, J. (2017, 12. januar). *Fikset folkelån på fem timer*. Dagens Næringsliv, https://www.dn.no/nyheter/2018/01/12/1048/Finans/fikset-folkelan-pa-fem-timer

5 Nordea. (2016, 5. februar). *Nordea lanserer crowdfunding-tjeneste*, https://www.nordea.com/no/presse-og-nyheter/nyheter-og-pressemeldinger/news-no/2016/16-05-02_nordea_lanserer_crowdfunding-tjeneste.html

6 Action Plan on Building a Capital Markets Union (2015).

7 Inception impact assessment: *Legislate proposal for an EU framework on crowd and peer to peer finance*, http://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-5288649

Regulering av folkefinansiering i Norge

I Norge er det så langt ikke etablert særskilte regler for folkefinansering. I Finansmarkedsmeldingen for 2016–2017 skriver Finansdepartementet at det er potensial for større omfang av folkefinansiering i Norge, og at departementet vil følge utviklingen nøye og vurdere behovet for endringer i gjeldende regelverk for å fjerne utilsiktede hindringer.

Finanstilsynet har pekt på at tjenestene som folkefinansieringsplattformene utfører, fullt ut dekkes av eksisterende regelverk i blant annet verdipapirhandelloven, lov om forvaltning av alternative investeringfond og finansforetaksloven. Hvilke deler av regelverket som kommer til anvendelse for den enkelte plattform, avhenger av plattformens innretning og hvilke tjenester den legger opp til å tilby.

Plattformene som så langt er etablert med lånebasert folkefinansiering i Norge, eller venter på godkjennelse fra Finanstilsynet, er innrettet som rene låneformidlere. Det innebærer at plattformene innehar en ren mellommannsfunksjon som ikke utløser krav om konsesjon, men bare registrering hos Finanstilsynet. Plattformer med oppgjørsfunksjon må i tillegg ha konsesjon for betalingsformidling.

Finanstilsynet vurderer i de enkelte tilfellene om låneformidlingsplattformene også vil kunne omfattes av regelverket for regulering av bank/finansforetak. I denne forbindelse har det særlig vært et spørsmål om låneformidlingsplattformene og långiverne/investorene som bruker plattformen faller inn under unntakene i finansforetaksloven § 2-1 tredje ledd om finansiering i «*enkeltstående tilfeller*». Spørsmålet er om låneformidleren i henhold til finansforetaksloven kan anses å medvirke til långivers finansieringsvirksomhet hvis långiveren gjennom låneformidleren driver finansiering som går utover enkeltstående tilfeller, og om låneformidleren har plikt til å sette grenser for hvor mye hver enkelt långiver kan låne bort gjennom plattformen. Finanstilsynet har pekt på at det er behov for å klargjøre reglene for låneformidlernes medvirkningsansvar, enten ved at de fritas for medvirkningsansvar, eller ved at det fastsettes nærmere grenser for hva som anses som «*enkeltstående tilfeller*».

Finanstilsynet publiserte 4. desember 2017 et rundskriv for lånebasert folkefinansiering som skulle klargjøre de rettslige rammene for låneformidlingsplattformene.[8] Tilsynet gjorde ikke nærmere rede for hva som er å regne som «*enkeltstående tilfeller*», men presiserte at det vil være skjønnsmessig hvor grensen går, og at tilsynet legger en restriktiv tolkning til grunn for hva som faller utenfor konsesjonsplikten. Det vises til at forarbeidene til lov om finansieringsvirksomhet fra 1976 tilsier at unntaket om enkeltstående tilfeller var ment som et snevert unntak. I rundskrivet stilte tilsynet opp elementer som vil inngå i deres vurdering. Dette omfatter blant annet utlånenes størrelse, antall lån med mer, men gir ikke tilstrekkelige avklaringer til at en potensiell plattform enkelt kan ta stilling til om konsesjon er nødvendig eller ikke.

Rundskrivet av 4. desember 2017 omfatter ikke egenkapitalbasert folkefinansering. For dette er det Finanstilsynets oppfatning at plattformer som legger til rette for aksjeemisjoner, og som i tilknytning til dette kan sies å drive med investeringstjenester, bør underlegges det samme regelverket som andre finansinstitusjoner som i dag utfører slike tjenester.[9]

Stortinget behandler for tiden et representantforslag om et eget norsk regelverk for folkefinansiering. I representantforslaget fremholdes det at det eksisterende regelverket er komplisert og fragmentert. I svaret fra Finansdepartementet vises det til Finanstilsynets vurderinger, som etter departementets syn tilsier at det ikke er behov for et eget regelverk.[10] Det vises også til Europakommisjonens initiativ om å etablere et felleseuropeisk regelverk på området. Finans Norge har i et brev til Finansdepartementet av 30. november 2017 pekt på at det vil ta lang tid før en felles EU-regulering er på plass og satt i verk i Norge. I påvente av dette mener Finans Norge at et enkelt og overordnet regelverk bør etableres nasjonalt.

Utvalgets vurderinger av folkefinansiering

Folkefinansiering representerer en mulighet for å koble kapitalbesittere og kapitalsøkere som ellers ikke ville ha funnet hverandre. Fremveksten av folkefinansiering kan være et nytt og positivt bidrag til kapitaltilgangen for lovende oppstarts- og vekstbedrifter, men også andre forventet lønnsomme bedrifter og prosjekter som kan ha utfordringer med å få tilgang til tradisjonell bankfinansiering og andre typer kapital som venturekapital. Folkefinansiering kan også utgjøre et godt alter-

---

8 Finanstilsynet. (2017). *Lånebasert folkefinansiering (crowdfunding) – en veiledning om låneformidling.*

9 Finanstilsynet. (2017). *Brev til Finansdepartementet – Folkefinansiering.*

10 Finansdepartementet. (2017). *Brev til Stortinget – Om et norsk regelverk for crowdfunding/folkefinansiering.*

Boks 6.1 Nærmere om regulering av folkefinansiering i utvalgte land

I *USA* ble aksept for folkefinansiering innført i reguleringen gjennom JOBS Act fra 2012 (Jumpstart Our Business Startups Act). JOBS Act hadde forenkling som siktemål, inkludert forenkling av finansiering av små og mellomstore foretak. Title III i lovgivningen om crowdfunding trådte i kraft i mai 2016 og la til rette for at emisjoner av egenkapital og gjeld kunne skje gjennom folkefinansiering til mer lempelige krav enn for utstedelser gjennom tradisjonelle markedsplasser. Lovgivningen stiller opp krav til hvor mye investorene kan investere i løpet av en tolvmånedersperiode (inntil 10 prosent av det laveste beløpet av årlig inntekt og nettoformue, og maksimalt 107 000 dollar), hvor mye utstederne kan hente inn i løpet av en tolvmånedersperiode (inntil 1 070 000 dollar) og hvilke informasjonskrav som gjelder for utstederen (gradvis strengere avhengig av størrelsen på utstedelsen). I tillegg stilles det krav til registrerte plattformer som blant annet omfatter tiltak for å redusere svindel, opprette kommunikasjonskanaler som legger til rette for diskusjon om utstedelsene, tilby utdanningsmateriell til investorene, sikre systemer for overføring av midler m.m. Interesseorganisasjonen Crowdfund Advisors pekte i desember 2017 på at erfaringene fra USA så langt er at det ikke har forekommet svindel. Organisasjonen har derfor tatt til orde for at begrensningen i hvor mye som kan innhentes av en enkelt utsteder i løpet av en tolvmånedersperiode, bør økes til 20 millioner dollar.[1]

Storbritannia innførte særskilt regulering av folkefinansering i 2014. Egenkapitalbaserte plattformer må ha lisens fra det britiske finanstilsynet, i tillegg til at de må ha systemer for å skille mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer. Ikke-profesjonelle investorer kan ikke investere mer enn 10 prosent av investerbar formue gjennom egenkapitalbasert folkefinansiering. Det stilles også krav til utstederne og plattformene som skal sikre rettferdig behandling av investorene og legge til rette for at investorene kan gjøre velinformerte valg. Den statseide banken British Business Bank har inngått et samarbeid med utvalgte plattformer om å kanalisere midler til SMB gjennom folkefinansiering (se nærmere omtale i egen boks).

Sverige har i dag ingen særskilt regulering av folkefinansering. I desember 2015 la den svenske Finansinspektionen på oppdrag fra regjeringen frem en rapport om «gräsrotsfinansiering». Rapporten fastslo stort sett at det er behov for mer og organisert utredning, ikke minst for å klargjøre hvilke eksisterende regelverk som har relevans for gräsrotsfinansiering. Finansinspektionen pekte på ulike former for risiko knyttet til henholdsvis egenkapital- og lånebaserte plattformbaserte emisjoner. Den svenske regjeringen startet på dette grunnlaget et utredningsarbeid for å kartlegge og analysere markedet for folkefinansiering i Sverige. Utredningsarbeidet, som ledes av tidligere høyesterettsdommer Severin Blomstrand, skulle etter planen overleveres i desember 2017.

Danmark har ikke en særskilt regulering av folkefinansiering. Finanstilsynet i Danmark foretok imidlertid allerede i 2013 en gjennomgang av sammenhengen mellom eksisterende regulering og alternativ finansiering (gjeld og egenkapital), hvor det ble redegjort for hvilket regelverk som gjelder for folkefinansiering.

Finland innførte en egen lovregulering av folkefinansiering våren 2016. Finland var før dette tidlig ute sammenlignet med de øvrige nordiske landene med å klargjøre hvilket regelverk som gjelder for folkefinansiering. Etablering av klarhet i hvilke krav som gjelder på et tidlig tidspunkt, har gitt Finland sterke aktører på området. *Invesdor*, som ble etablert i 2010, er Nord-Europas største virksomhet innen folkefinansiering.

[1] Neiss, S. (2017, 10. desember). 1*0 reasons the $1 million crowdfunding cap should be $20 million*, Venturebeat, https://venturebeat.com/2017/12/10/10-reasons-the-1-million-crowdfunding-cap-should-be-raised-to-20-million/

nativ til finansiering gjennom lokale personlige nettverk og ulike typer mer uformelle kapitalformidlere.

Folkefinansiering er fremdeles et relativt nytt og fremvoksende fenomen internasjonalt. Utvalget registrerer at folkefinansiering så langt ikke har fått noe omfang av betydning i Norge, og merker seg spesielt at det så langt ikke er gitt konsesjon til plattformer for egenkapitalbasert folkefinansiering. Utviklingen i Norge synes å ha kommet kortere enn i flere andre land. Utvalget mener at en medvirkende årsak til dette kan være

at regelverket oppleves som uoversiktlig og fragmentert, og at man bruker det ordinære institusjonsregelverket uten tilpasninger. Det at ingen har søkt om konsesjon til egenkapitalbasert folkefinansiering, indikerer at etableringshindringene er betydelige.

Flere land har innført egne regelverk for folkefinansiering, mens andre land så langt har håndtert fremveksten av folkefinansieringsplattformene innenfor eksisterende regelverk. Norge har så langt vært i den sistnevnte leiren. I Norden er det Finland som synes å ha det mest velutviklede

Boks 6.2 Samarbeid mellom British Business Bank og Funding Circle

British Business Bank er en statlig eid bank som ble opprettet 1. november 2014 med et mandat om å bedre tilgangen på kreditt til SMB og tilby rådgivningstjenester til næringslivet. Gjennom opprettelsen ble flere offentlige engasjementer i kapitalmarkedet rettet mot SMB samlet på ett sted. Banken er underlagt Department for Business, Innovation and Skills (BIS). Bankens engasjementer er organisert under ulike ordninger: «start-up», «scale-up» og «stay ahead».[1] Som en del av «scale-up» bidrar British Business Bank blant annet med matching av investeringer som er foretatt av engleinvestorer i småbedrifter. Det vil si at investeringer foretatt av private engleinvestorer automatisk utløser medinvestering fra den statlige banken.

British Business Bank yter ikke lån eller investerer direkte selv, men låner ut/investerer gjennom kommersielle partnere, inkludert folkefinansieringsplattformer. British Business Bank har inngått et samarbeid med tre utvalgte britiske plattformer: *FundingCircle*, *RateSetter* og *MarketInvoice*.[2] I desember 2016 sto British Business Bank for nesten 10 prosent av alle lånene som var gitt gjennom MarketInvoice, målt i verdi.[3]

FundingCircle ble opprettet i 2010 og er blant de største lånebaserte plattformene i verden. Per desember 2017 hadde plattformen lagt til rette for lån for over 3 milliarder pund. British Business Bank har i flere omganger investert gjennom plattformen, først ved å forplikte seg for 60 millioner pund i 2013 og deretter for ytterligere 40 millioner pund i 2017.[4] I forbindelse med økningen av engasjementet i 2017 oppga British Business Bank at formålet med å investere gjennom plattformer som FundingCircle var å bidra til utviklingen og veksten av slike markedsplasser, og samtidig sikre skattebetalerne en attraktiv avkastning.

FundingCircle har også inngått et samarbeid med *European Investment Bank* som i 2016 annonserte at de ville investere 100 millioner pund gjennom plattformen.[5] I pressemeldingen viste European Business Bank til at FundingCircle har bidratt til at bedrifter kan få tilgang til kapitalen de trenger i løpet av 7 dager, mens det til sammenligning kan ta 15–20 uker hos en bank. Videre ble det vist til uavhengig forskning som viser at tre av fire bedrifter fremover vil henvende seg til FundingCircle først, før de går til en bank.

Mohammadi & Shafi (2017) finner at individuelle investorer som har investert gjennom FundingCircle synes å gjøre det dårligere sammenlignet med institusjonelle investorer når det gjelder å velge de riktige bedriftene å investere i, og at individuelle investorer dermed synes å låne ut til renter som ikke i tilstrekkelig grad tar hensyn til konkursrisiko. I studien pekes det på at individuelle investorer kan mangle ekspertise eller incentiver til å foreta selskapsgjennomganger («due diligence»).

Plattformer som ikke har tilsvarende avtaler med British Business Bank eller European Investment Bank som det FundingCircle har, har også vært kritiske til at investeringene bare kanaliseres gjennom noen få store plattformer, noe de mener er konkurransevridende.

1 British Business Bank. (2016). *The British Business Bank – Unlocking finance for smaller businesses*

2 British Business Bank. (2017). *British Business Bank – Partners and programmes.*

3 Williams-Grut, O. (2016). *Government cash funds almost 10 percent of peer-to-peer MarketInvoic's loans*, Business Insider Nordic

4 Shead, S. & Willams-Grut, O. (2017). *Fintech unicorn Funding Circle is getting an extra £40 million of UK government money to lend to businesses*. Business Insider, http://www.businessinsider.com/funding-circle-gets-40-million-from-the-uk-government-british-business-bank-2017-1?r=UK&IR=T&IR=T

5 European Investment Bank. (2016). *EIB and Funding Circle announce groundbreaking £100 million investment into UK small businesses*, http://www.eib.org/infocentre/press/releases/all/2016/2016-154-eib-and-funding-circle-announce-groundbreaking-pound100-million-investment-into-uk-small-businesses.htm

markedet for folkefinansiering, noe som kan henge sammen med at rammene for etablering av folkefinansiering har vært klargjort på et tidlig tidspunkt, og at de nå er ytterligere klargjort gjennom at det er etablert en særskilt regulering.

Utvalget ser det som positivt at Europakommisjonen har startet arbeidet med å utarbeide et felleseuropeisk regelverk for folkefinansiering. Det vil imidlertid kunne ta flere år å få et slikt regelverk på plass. I mellomtiden mener utvalget at det er behov for et klarere bilde i Norge. Det kan i den sammenheng være nyttig å se nærmere på utvikling og regelverk i våre naboland.

Folkefinansieringsplattformene som så langt er etablert i Norge, eller som venter på godkjennelse, er hovedsakelig innrettet som låneformidlere. Utvalget har registrert at det er et særlig behov for klargjøring av regelverket for slike plattformer, men det synes uklart om Finanstilsynets rundskriv av 4. desember 2017 gir et tilfredsstillende svar på utfordringen. Aktørene gir uttrykk for at det fortsatt er betydelig usikkerhet rundt regelverket på flere områder. En tydeligere klargjøring av regelverket og fjerning av utilsiktede hindringer vil legge til rette for en positiv utvikling av både egenkapitalbasert og lånebasert folkefinansiering i Norge. Utvalget ser dette som ønskelig.

Utvalgets anbefalinger

- Regelverket for låneformidlingsplattformer bør klargjøres ytterligere, og utilsiktede hindringer for etablering og drift av plattformer både for lån og egenkapital bør fjernes.
- I påvente av et felleseuropeisk regelverk for folkefinansiering bør det vurderes å etablere et norsk regelverk både for låne- og egenkapitalplattformer. I utformingen av et eventuelt norsk regelverk bør det ses hen til våre naboland.

6.2.3 Møteplasser

I kapitalmarkedet er det behov for effektive møteplasser[11] hvor kapitalsøkere- og tilbydere kan møtes for få økt informasjon om hverandre. Møteplassene kan redusere kostnadene ved informasjonsinnhenting og bidra til at markedene fungerer bedre. De er viktigere i visse deler av kapitalmarkedet enn andre.

Møteplasser er et begrep som kan omfatte mange ulike former for samarbeid. Noen møteplasser er fysiske møteplasser som konferanser. Andre er organisasjoner og nettverk som arbeider løpende med å koble gründere og vekstselskaper med investorer. Det har også kommet flere digitale møteplasser. Mange av møteplassene er ikke utelukkende knyttet til å koble kapitalsøkere og -tilbydere, men er også bredere arenaer som innrettes for å bidra til økt samspill og samarbeid innenfor næringslivet og mellom næringsliv, kunnskapsmiljøer og offentlige utviklingsaktører. Møteplasser som kobler investorer og gründere er i stor grad i privat regi, men en del har delfinansiering fra det offentlige. Støtte til møteplasser i bred forstand er et viktig tiltak i regjeringen Solbergs gründerplan fra 2015.[12] Nedenfor nevnes eksempler på en del av de møteplassene som er etablert.

Nettverksorganisasjoner

Det offentlige støtter organisasjonene *Connect Norge* og *Seed Forum*, som begge tilbyr møteplasser for investorer og bedrifter med behov for kapital.

Connect er en ideell nettverksorganisasjon som bruker medlemmenes kompetanse til å videreutvikle gründer- og tidligfaseselskaper. Connect Norge har fem selvstendige regionale avdelinger (Østlandet, Sørlandet, Vest, Trøndelag og Nord Norge). Gjennom en springbrettprosess blir gründerne veiledet til å forbedre sine forretningsstrategier og sin forretningsplan gjennom tilbakemeldinger fra næringslivet. Connect arrangerer en rekke seminarer og andre arrangementer over hele Norge, der selskaper som har gjennomført springbrettprosessen får mulighet til å presentere seg for investorer og andre som kan være interesserte.[13]

Seed Forum er en internasjonal stiftelse med hovedsete i London. Seed Forum ble etablert i Norge i 2002, som en del av et globalt konsept med nasjonale representanter i mer enn 40 land. Organisasjonen driver både med kobling av bedrifter og investorer, og opplæring av gründere i form av pitchtrening.

Venture Lab og *Norban* er eksempler på andre fora der investorer leter etter potensielle investeringsobjekter. I tillegg har forretningsengler slått seg sammen i selskaper som *Cofounder.no* og *Nunatak.no*.

---

[11] Utover markedsplasser som børsen.

[12] Nærings- og fiskeridepartementet (2015) *Gode ideer – fremtidens arbeidsplasser. Regjeringens gründerplan*.

[13] Kilde: http://www.connectnorge.no/om-oss.

Tequity Cluster i Trondheim er en forening med rundt 50 medlemmer som kaller seg et «ledende nordisk økosystem for kommersialisering av teknologi». Initiativtakerne er Sintef og Næringsforeningen i Trondheim. Målet er blant annet mer og bedre kommersialisering og å stimulere økt tilgang til kapital. En del av tiltakene handler om å legge til rette for koblinger mellom investormiljøer og oppstartsselskaper.[14]

Klynger, inkubatorer og nettverk

Støtten over statsbudsjettet til tiltak for innovative næringsmiljøer var på om lag 224 millioner kroner i 2017. Disse tiltakene har et bredere formål enn å koble investorer og bedrifter. Evalueringer viser at kobling for bedret kapitaltilgang i liten grad er prioritert i programmene.

Klyngeprogrammet i regi av *Innovasjon Norge*, *Siva* og *Forskningsrådet* skal bidra til å forsterke innovasjons- og fornyelsesevnen i regionale innovasjonsmiljøer. Opprettelsen av arenaer er en sentral del av programmet. I gründerplanen er det lagt opp til at klyngene skal styrke knoppskytingsarbeidet sitt og opprette møteplasser der gründere kan delta i kommersialiseringen av nye prosjekter i klyngen. Den nylige fremlagte evalueringen av klyngeprogrammet omtaler ikke kobling mellom investorer og bedrifter.[15]

Sivas inkubatorprogram omfatter 35 inkubatorer og 39 næringshager per 2017. Inkubatorene gir gründere forretningsrådgivning og en raskere vei fra idé til marked, i tillegg til å bidra med kompetanse til etablert næringsliv og industri med sikte på vekst, omstilling, knoppskyting og industriell nyskaping. Inkubatorene tilbyr et faglig og sosialt miljø hvor gründere, industri, bedrifter, akademia, FoU-miljøer, investorer og andre kobles sammen. *StartupLab Oslo* er landets største inkubator for teknologibedrifter og tidligfaseinvestorer. De tilbyr kontorplass for 82 oppstartsselskaper og over 350 entreprenører, og kobler disse med kapital, kunder, talenter og rådgivere for å hjelpe dem til å vokse fortere. Næringshagene tilbyr tjenester som bedriftsrådgivning, hjelp til utvikling av forretningsideer, markedsplanlegging, nettverksbygging, internasjonalisering og andre utviklingsrelaterte oppgaver. En viktig oppgave for næringshagene er å koble bedriftene sammen med relevante fagmiljøer, FoU-miljøer, industri, investeringsmiljøer og andre offentlige virkemiddelaktører.

SNFs midtveisevaluering av Sivas inkubatorprogram og næringshageprogram viser at utvikling av nettverk mot banker og investorer i liten grad er styrket i inkubatorprogrammet, og at det i næringshagene i begrenset utstrekning er etablert samarbeid med investormiljøer.[16]

I løpet av de to siste årene har flere norske akseleratorprogrammer sett dagens lys. Akseleratorverktøyet er en del av det nasjonale inkubasjonsprogrammet til Siva. Gjennom akselerasjon skal oppstartsbedrifter få raskere kontakt med kunder og samarbeidspartnere, og dermed kortere vei til markedet. Bedriftene som deltar, går gjennom et kort og intensivt utviklingsløp på 3–6 måneder. I løpet av disse månedene kobles oppstartsbedriftene til relevante bransjenettverk i form av mentorer, investorer, forskningsinstitutter og industripartnere.

Bedriftsmeglere og digitale møteplasser, banker og revisjons- og rådgivingsfirmaer

På Internett finner man enkelte matchingtjenester i nær tilknytning til bedriftsmeglere. Disse meglerne (for eksempel Weibull, Rokade, Bridgehead, Synergos og Connecto) bistår unge og små bedrifter med å identifisere potensielle investorer og vice versa. Den internettbaserte møteplassen Gess.no er også en kanal for matching av bedrifter og eiere, særlig knyttet til generasjons- og eierskifter.

Folkefinansiering, altså det å samle inn bidrag fra mange personer, som regel basert på kontakt gjennom Internett, er en kilde til ekstern egenkapital for vekstselskaper. Se også kapittel 6.2.2.

En rekke banker og revisjons- og rådgivingsselskaper (for eksempel Sparebank 1 Gruppen, DNB, Nordea, EY, PwC og KPMG) har tjenester som bidrar til å koble bedrifter med eiere.

DNB NXT markedsfører seg som Norges største møteplass for investorer og gründere. I 2017 arrangerte DNB fysiske møteplasser i ti norske byer, i tillegg til en egen helsekonferanse i Oslo. Det har vært mellom 50 og 1200 deltakere på hvert arrangement. I tillegg er det laget en digital plattform kalt NXT Matcher hvor blant annet investorer og gründere kan finne hverandre og opprette kontakt.[17]

---

[14] Kilde: Presentasjon fra Tequity Cluster.

[15] Samfunnsøkonomisk analyse og Tecnopolis (2017). *Evaluation of Norwegian Innovation Clusters.*

[16] SNF (2017). Midtveisevaluering av Sivas Inkubatorprogram og Næringshageprogram. SNF-rapport 01/17.

[17] Kilde: startupmatcher.com og korrespondanse med DNB.

Utvalgets vurderinger knyttet til møteplasser

Kobling mellom kapital og investeringer på børsen fungerer etter utvalgets mening i de fleste tilfeller på en effektiv og tilfredsstillende måte. I det unoterte markedet kan det være utfordringer med informasjonstilgang og tillit til selskapet og entreprenøren. Oppstartsselskaper kan være vanskelige å vurdere for eksterne, særlig siden entreprenørene har insentiv til å fremstille selskapet sitt positivt. Ofte er det derfor entreprenøren selv eller venner og familie som bidrar med kapital i starten.

Utvalget mener at også ulike typer møteplasser kan spille en viktig rolle i å koble kapitalsøkere og -tilbydere i dette markedssegmentet. Møteplassene bidrar også til kompetanseutveksling og opplæring, særlig komplementær kompetanse innen kommersialisering og finansiering. Det finnes i dag en rekke møteplasser i Norge. Utvalgets inntrykk er at det ikke er behov for økt offentlig finansiering av denne typen tiltak, men at det er viktigere å utnytte, evaluere og utvikle de ordningene som allerede er etablert. Dagens digitale muligheter for informasjonsinnhenting og kommunikasjon bør også gjøre det lettere å finne og kontakte relevante selskaper og investorer enn tidligere. Generelt vil også evnen til å samle et relevant team og støttespillere rundt seg trolig også signalisere om en entreprenør har forutsetninger for å lykkes med en idé.

Utvalget mener at Siva har en indirekte rolle i innovasjonsprosessene ved å tilby infrastruktur og nettverk for innovasjon. Her inngår inkubatorprogrammene som en viktig komponent. Utvalget ser positivt at det Siva fyller denne rollen, og kan ikke se at det foreligger noe alternativt privat kapitalmiljø som kan dekke dette behovet.

Utvalgets anbefaling

– Utvalget anbefaler ikke økt offentlig finansiering av denne typen tiltak, men anbefaler å utnytte, evaluere og utvikle de ordningene som er etablert, til både å koble entreprenører og investorer og drive kompetanseoppbygging.

6.2.4 Finansiell kompetanse

Bakgrunn

Finansiell kompetanse er viktig for å sikre at enkeltpersoner og husholdninger er i stand til å ivareta egne behov. Grunnleggende finansiell kompetanse er også viktig for personer som ønsker å sette i gang egen virksomhet. Finansiell kompetanse er et eget satsingspunkt i OECD. I Norge har organisasjoner som Econa, Finans Norge, Norske Finansanalytikeres Forening og AksjeNorge arbeidet for å kartlegge og legge til rette for spredning av finansiell kompetanse.

«Nasjonal kartlegging av finansiell kompetanse», med vekt på privatpersoner, ble utført av Agderforskning i 2016.[18] Kartleggingen viser at kunnskapsnivået i befolkningen som helhet er ganske godt, men at det er noen forskjeller, særlig mellom kvinner og menn. Generelt finner rapporten at nordmenn kan regne, men at de mangler noe kompetanse om finansielle produkter som aksjer og pensjon. Sammenlignet med andre land gjør nordmenn det ganske bra. Utredningen omfatter ikke spesifikke kompetansebehov for finansiering av bedrifter.

Utvalgets vurderinger og anbefaling knyttet til finansiell kompetanse

Utvalget mener at finansiell kompetanse bør ha en større plass i læreplanen i norsk skole, både i ungdomsskolen og for videregående utdanning av alle typer. Finansiell kompetanse må i denne sammenheng omfatte nødvendig kompetanse både som privatpersoner og en forståelse av bedrifters finansielle utfordringer. Det er viktig at finansiell kompetanse formidles også til elever som ikke har særlig fordypning i matematikk.

6.2.5 Sentralt kredittregister

ECB (*European Central Bank*) har vedtatt å opprette en mikrobasert database over utlån fra bankene[19] i eurosonen, AnaCredit (*Analytical Credit Dataset*), med frivillig deltakelse fra andre EU-land. AnaCredit vil inneholde informasjon om hvert enkelt bedriftslån fra bankene. ECB åpner for at databasen etter hvert også kan omfatte lån til husholdningene. Sentralbankene i Sverige og Danmark har besluttet å bygge opp tilsvarende databaser.

Et kredittregister kan være til fordel både for tilbydere og etterspørrere av kapital. Mindre usikkerhet om samlede låneforpliktelser vil redusere usikkerhet om tap og bidra til mer konkurranse i utlånsmarkedet. Det kan gi lavere lånekostnader for kredittverdige foretak.

---

[18] Se http://aksjenorge.no/wp-content/uploads/2016/04/Rapport-Resultater-fra-OECDs-kartlegging-av-Finansiell-Kompetanse-i-Norge-ved-AksjeNorge.pdf

[19] Omfatter også kredittforetak.

Det finnes ikke noe fungerende kredittregister i Norge. I Norge baserer dagens offisielle bankstatistikk seg på innrapporterte aggregater om utlånsporteføljer i bankene. Skatteetaten mottar likevel årlige oversikter fra bankene over alle låneforhold med saldoer og renter. Disse brukes til forhåndsutfyllelse av selvangivelser og i forskning. Barne- og familiedepartementet har ansvaret for at det i løpet av 2018 opprettes et register over enkeltpersoners usikrede gjeld. Slik gjeld utgjør om lag 3 prosent av husholdningenes samlede gjeld.

Utvalgets vurderinger av mulig etablering av kredittregister i Norge

En mikrobasert utlånsdatabase kan være til nytte både for de finansielle foretakene og for kundene deres. Norge har et bankdominert finansielt system. Det burde tilsi at nytten av å samle informasjon om bankens utlån kan være betydelig og minst like stor som i eurolandene.

Utvalgets anbefaling

– Utvalget mener etablering av et sentralt kredittregister for bedriftslån i Norge bør utredes.

6.2.6 Aksjeeierregister

En av flere forutsetninger for et velfungerende kapitalmarked er at verdipapirmarkedene fungerer godt. Om man legger til rette for effektiv prising og handel med verdipapirer som aksjer, kan dette bidra til at kapitalen kanaliseres dit den kan få størst avkastning.

For at verdipapirmarkedene skal fungere godt, bør det legges til rette for at investorer får så god tilgang som mulig til informasjon som er egnet til å påvirke deres investeringsbeslutninger. Jo mer informasjon investoren har om potensielle investeringsobjekter, desto bedre grunnlag vil vedkommende ha for å fatte rett beslutning på en effektiv måte. Et forhold som kan være av betydning i den forbindelse, er opplysninger om hvem som sitter på større eierposisjoner i ulike selskaper.

I dag skal aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper føre en oppdatert oversikt over hvem som er aksjeeiere i selskapene, og hvor stor andel av selskapenes aksjer vedkommende eier. Dette følger av henholdsvis aksjeloven § 4-5 og allmennaksjeloven § 4-4. Allmennaksjeselskaper må føre et aksjeeierregister i et verdipapirregister. All den tid Verdipapirsentralen (VPS) er Norges eneste verdipapirregister, innebærer dette i praksis at allmennaksjeselskapene løpende må orientere VPS om eventuelle kjøp og salg av aksjer i selskapet. For aksjeselskapers vedkommende er plikten til å holde oversikt over selskapets aksjeeiere begrenset til å føre en aksjeeierbok. Det er i utgangspunktet ikke krav til noe særskilt format for denne, og den kan derfor i praksis føres for hånd, men er i mange tilfeller også ivaretatt av VPS. Det er trolig også uklart om de registrerte aksjeeierne også er de ultimate aksjeeierne siden mange aksjeeiere investerer gjennom egne selskaper eller andre strukturer.

Felles for både aksjeeierregisteret og aksjeeierboken er at de skal være «*tilgjengelig for enhver*». Det innebærer at hvem som helst i utgangspunktet skal kunne kreve å få oversikten utlevert, uavhengig av motivasjonen med dette. I praksis har dette imidlertid i enkelte tilfeller vist seg å være problematisk, særlig for aksjeselskapenes vedkommende. Dette kan skyldes at mange av aksjeselskapene i Norge er små og har begrensede ressurser til å overholde administrative byrder som føring av aksjeeierbok. I tillegg kan det skyldes at en eventuell tvangsgjennomføring av innsynskrav og eventuell straffesanksjonering for brudd på plikten til å utlevere informasjonen i aksjeeierboken normalt forutsetter at forholdet bringes inn for domstolene.

Ifølge Prop. 1 S (2017–2018) for Nærings- og fiskeridepartementet (side 46) begynte departementet arbeidet med å etablere en offentlig løsning med informasjon om eiere av aksjeselskaper allerede i 2014. I proposisjonen går det frem at løsningen skal «*sikre større åpenhet rundt hvem som eier aksjer i norske selskaper*». Brønnøysundregistrene har utredet muligheten for å etablere et elektronisk aksjeeierregister i Altinn. Regjeringen mente imidlertid at også andre alternativ måtte utredes nærmere. I lys av dette sendte Nærings- og fiskeridepartementet i desember 2015 ut et høringsnotat hvor flere ulike løsninger ble skissert. De langt fleste høringsinstansene pekte da på at den foreslåtte løsningen i regi av Brønnøysundregistrene var å foretrekke. Arbeidet er imidlertid ikke ferdigstilt, og et slik offentlig elektronisk register er derfor ennå ikke opprettet.

Utvalgets vurderinger av aksjeeierregister

Utvalget mener at det er positivt at opplysninger om eiere i både aksje- og allmennaksjeselskaper i utgangspunktet er tilgjengelig for alle. Fra et kapitaltilgangsperspektiv vil dette i teorien bidra til å sikre potensielle investorer tilgang til informasjon som i mange tilfeller vil være helt nødvendig,

forut for en investeringsbeslutning. Eierinformasjon har betydning både ved ønsker om å kjøpe eller selge aksjer i et annenhåndsmarked, særlig for unoterte selskaper, ved kapitalinnhenting og ved oppkjøps- eller andre restruktureringsinitiativer. I lys av dette er det derfor uheldig om et aksjeselskap enten ikke fører aksjeeierbok, eller ikke gir utenforstående innsyn i denne.

Etter utvalgets vurdering vil en elektronisk løsning som er åpen for enhver, løse store deler av dette problemet. Det vil både sørge for å fange opp de tilfellene der det ikke føres aksjeeierbok og tilfellene der denne ikke oppdateres.

Uavhengig av mulige utfordringer for aksjeselskapene er det etter utvalgets syn uansett potensial for å videreutvikle og effektivisere dette systemet. En elektronisk løsning vil med stor sannsynlighet redusere kostnader og tidsbruk både for selskapene og eventuelle investorer med ønske om tilgang til informasjon.

Med tanke på at de aller fleste aksjeselskapene i Norge er små og mellomstore bedrifter med begrensede ressurser til å ivareta administrative byrder, mener utvalget at man ved utforming av et slikt system bør legge særlig vekt på forenkling og digitalisering, og at man søker å integrere løsningene med etablerte rapporterings- og registerløsninger både i Brønnøysundregistrene og Skatteetaten.

Utvalgets anbefaling

– Arbeidet med et elektronisk aksjeeierregister for aksje- og allmennaksjeselskaper bør fullføres.

Boks 6.3 Digitaliseringssamarbeidet mellom offentlig og privat sektor

Skatteetaten, Brønnøysundregistrene, NAV, politiet og finansnæringen samarbeider om digitalisering av viktige prosesser i samfunnet. Bits AS[1] representerer finansnæringen i dette samarbeidet, som kalles *Digitaliseringssamarbeidet mellom offentlig og privat sektor* (DSOP).[2]

Hensikten med samarbeidet er å legge til rette for å kunne dele informasjon mellom partene på enklere måter. Dette vil kunne gi betydelige effektiviseringsgevinster gjennom mer nøyaktig og raskere tilgang til informasjon, i tillegg til å sørge for en bedring i tjenestetilbudet for innbyggere og næringsliv. Nedenfor beskrives noen av prosjektene man har kommet lengst med.

Prosjektet om *samtykkebasert lånesøknad* går ut på at finansinstitusjoner skal kunne hente informasjon fra offentlige registre etter samtykke fra lånesøker, slik at kredittvurderingen av privatpersoner kan skje digitalt. Papirbasert utveksling av dokumentasjon mellom lånesøker og bank vil kunne reduseres betraktelig. I tillegg vil en slik digitalisering kunne føre til at både informasjonssikkerheten og datakvaliteten heves.

Prosjektet om *kontrollinformasjon* har som mål å etablere en heldigital løsning for utveksling av informasjon mellom Skatteetaten og finansnæringen knyttet til etterforskning. Som ledd i en etterforskning skal Skatteetaten enklere og mer effektivt kunne avklare hvilke banker en person eller organisasjon har konti i og deretter kunne be om relevant kontrollinformasjon. Lignende løsninger planlegges for NAV og Politiet, der de har hjemler til å kunne gjøre denne typen etterforskning.

Prosjektet om *konkursbehandling* skal gi bobestyrere rask og enkel oversikt over hvor et konkursbo har verdier og gjeld, samt sperret aktiva. Prosjektet skal levere en løsning for konkurser i bedrifter, enkeltpersonforetak og personlige konkurser. Det planlegges etablert en prosess hvor det ved konkursåpning umiddelbart skal gå en melding digitalt til bankene og som skal føre til sperring av bankkonti med kvittering tilbake til bobestyrer om at dette er gjort. Deretter planlegges det å legge til rette for at uthenting av relevant informasjon kan overføres digitalt til bobestyrer.

Prosjektet om *selskapsetablering* skal gi mulighet til å gjennomføre hele registreringsprosessen i Brønnøysundregistrene og etablering av et kundeforhold i en bank ved å bruke bankens løsning for kundeetablering. Bankene vil i så fall kunne oversende nødvendig registreringsdata og bekreftelse av aksjekapital til Brønnøysundregistrene digitalt.

[1] Bits AS er bank- og finansnæringens infrastrukturselskap.

[2] Bits AS. Digitaliseringssamarbeidet mellom offentlig og privat sektor, http://www.bits.no/project/dsop/

6.2.7 Digitaliseringssamarbeid

En rekke digitaliseringsinitiativ er primært orientert mot å forenkle samspill og informasjonsutveksling mellom myndigheter og privatpersoner, mens bedrifter ikke er prioritert på samme måte. Effektiv informasjonsutveksling kan ha betydelig virkning på bedrifters kapitaltilgang og generelt redusere informasjonsbasert ineffektivitet. Det er derfor viktig at initiativ som *Digitaliseringssamarbeidet mellom offentlig og privat sektor* og det fellesnordiske prosjektet *Nordic Smart Government*[20] realiserer mulighetene for foretakssektoren. I tillegg til å forenkle informasjonsutveksling, høyne informasjonskvalitet, redusere kostnader og styrke bedriftenes konkurranseevne både som kunder og leverandører, kan dette også bidra til forenklinger og innsparinger hos myndighetene. Datautveksling vil i tillegg gi mulighet for utvidet innsamling av forskningsdata om bedrifter og at grupper av bedrifter tilrettelegger for egne databaserte analyser.

Utfordringene med denne type initiativer, i tillegg til de tradisjonelle systemutviklingsproblemene med kompleksitet, kostnad og forsinkelser, er at det bør være attraktivt for bedriftene å delta, samtidig som man får etablert åpne, men aksepterte standarder som spiller sammen med samfunnsutviklingen for øvrig, særlig innen FinTech området.

Utvalgets vurderinger og anbefalinger

Utvalget støtter arbeidet med utvikling av digitale løsninger for informasjonsutveksling for å gi bedre og mer konkurransedyktige finansieringsmarkeder for bedrifter. I denne forbindelse vil utvalget dessuten bemerke at løsningen for samtykkebasert lånesøknad bør utvides, slik at det åpnes for at også bedrifter kan ta denne i bruk. Dette vil etter utvalgets syn trolig effektivisere og forbedre prosessen for lånetilgang for bedriftene betraktelig, både gjennom faktiske besparelser i tid og ressurser, og ved at utfordringer knyttet til informasjonsasymmetri og datakvalitet reduseres.

6.2.8 Rekonstruksjon

At virksomheter går konkurs, er en naturlig del av markedsøkonomien. Mange virksomheter har ikke livets rett og bør avvikles. Fra et kapitaltilgangsperspektiv er dette i utgangspunktet både riktig og sunt. Dersom en virksomhet ikke er eller vil bli lønnsom, er det ikke hensiktsmessig at driften fortsetter, og at investorer fortsetter å støtte opp om den ulønnsomme driften. Om virksomheten er illikvid eller til og med insuffisient, kan det i mange tilfeller være hensiktsmessig å avvikle virksomheten og gi kreditorene dekning så langt virksomhetens verdier rekker, og på den måten frigjøre kapital.

Samtidig kan en virksomhet som er illikvid eller insuffisient likevel bli lønnsom på sikt. Det kan gjelde virksomheten som helhet eller bare deler av denne. I slike tilfeller vil det normalt ikke være hensiktsmessig å slå virksomheten konkurs, men heller å åpne gjeldsforhandlinger med virksomhetens kreditorer. Slike forhandlinger foregår med sikte på å få i stand en avtale om betalingsutsettelse og/eller reduksjon av gjelden.

I dag stilles det i konkursloven § 1 krav om illikviditet for åpning av gjeldsforhandlinger. Det er også bare skyldneren (virksomheten) som kan begjære slike forhandlinger.

Bare et fåtall virksomheter benytter seg av gjeldsforhandlingsinstituttet, og i de fleste tilfellene hvor gjeldsforhandling åpnes, ender virksomhetene likevel opp med å slås konkurs.[21]

I februar 2016 leverte Leif Villars-Dahl sin utredning «Rekonstruksjon i turbulente tider» til Justis- og beredskapsdepartementet. Utredningen er til nå ikke fulgt opp av departementet i form av noen lovproposisjon. I henhold til Villars-Dahls mandat skulle utredningen inneholde en analyse av gjeldsforhandlingsreglene og en vurdering av om disse er effektive nok. I utredningen ble det foreslått en rekke endringer av gjeldsforhandlingsinstituttet, blant annet med sikte på et mer effektivt system som skulle kunne brukes av flere, og på et tidligere tidspunkt i prosessen enn i dag. Etter Villars-Dahls vurdering er det nemlig slik at gjeldsforhandling i mange tilfeller begjæres for sent, slik at det ikke er tilstrekkelig med midler til å holde selskapet i drift mens forhandlingene gjennomføres.

For å oppnå disse målene må kreditorenes krav etter utrederens syn endres, slik at de aksepterer å ikke få full dekning for sine krav. Alternativet vil ofte være at skyldneren slås konkurs, og at kreditorene får enda mindre dekning. Av de konkrete forslagene i utredningen, vil utvalget trekke frem følgende:

– Endring av terminologi fra *gjeldsforhandling* til *rekonstruksjon*. Dette skal synliggjøre at det

[20] https://nordicsmartgovernment.org/

[21] Siste 10 år, 114 åpnede forhandlinger resultert i 21 tvangsakkorder og 1 frivillig gjeldsordning. Altså i underkant av 20 prosent suksess. Kilde: Konkursregisteret.

dreier seg om å endre måten virksomheten drives på, inkludert muligheten for salg av hele eller deler av virksomheten. Det er med andre ord ikke bare snakk om forhandlinger om lettelser i gjeldsansvaret.
- Utvidelse av muligheten til å begjære rekonstruksjon fra krav om illikviditet til krav om at skyldneren i «*overskuelig fremtid*» vil få «*alvorlige økonomiske problemer*».
- Gi kreditorer mulighet til å begjære rekonstruksjon. Etter utrederens syn vil kreditorene ofte ha bedre oversikt og innsikt enn skyldneren.
- En utvidelse av hva rekonstruksjon kan gå ut på. Utrederen foreslår at rekonstruksjon kan gå ut på at hele eller deler av virksomheten overdras til nye eiere. I tillegg foreslås det at rekonstruksjon kan gå ut på at et aksjeselskaps kreditor kan få omgjort sine krav til aksjekapital.
- Rett til pantesikkerhet foran eksisterende panthavere for lån til nødvendig drift i rekonstruksjonsforhandlingsperioden.
- Enklere regler for små virksomheter.

Utredningen har vært på høring, og fristen for å inngi høringssvar er utløpt. Slik utvalget forstår høringsinstansene, er de fleste positive til de foreslåtte endringene. De fleste støtter begrepsendringen (*rekonstruksjon*), å åpne for bruk av instituttet på et tidligere tidspunkt og utvidelse av hva rekonstruksjon kan gå ut på. Samtidig mener mange at utrederens mandat var for snevert, og at det aktuelle regelverket kunne nytt godt av større endringer.

Utvalgets vurderinger av restrukturering

Utvalget støtter de endringsforslagene som går frem av utredningen om gjeldsforhandlingsreglene i konkursloven. Etter utvalgets syn vil det være særlig positivt å åpne for rekonstruksjonsforhandlinger på et tidligere tidspunkt enn i dag. I tillegg vil forslagene til utvidelse av hva rekonstruksjonsforhandlinger kan gå ut på, etter utvalgets syn bidra til at reglene vil bli mer effektive og trolig også mer brukt.

Informasjon om konkurs og rekonstruksjon i økonomien kan gi viktig innsikt i både hvorfor selskaper feiler, og hvilke løsninger som velges av kreditorene. Utvalget ser det derfor som aktuelt både å stille mer presise krav til rapportering etter konkurser eller andre offentlige rekonstruksjoner med tanke på årsaker og løsninger. Det vil også være viktig for forskning og læring at denne informasjonen gjengis strukturert i Konkursregisterets database.

Utover dette mener utvalget man bør vurdere tiltak for å styrke kompetansen hos bostyrer. Dette kan for eksempel gjøres ved å stille krav til kommersiell eller merkantil kompetanse, og ved å stille strengere krav til erfaring med konkurs. I lys av dette ser utvalget frem til Justis- og beredskapsdepartementets behandling av utredningen og håper de konkrete forslagene til lovendringer vil være i samsvar med både utredningen og høringssvarene.

Utvalgets anbefalinger

- Utredningen om gjeldsforhandlingsreglene i konkursloven bør følges opp, og ønskelige reformer bør gjennomføres.
- Det bør vurderes å stille mer presise krav til rapportering etter konkurser eller andre offentlige rekonstruksjoner med tanke på årsaker og løsninger.
- Det bør vurderes tiltak for å styrke kompetansen hos bobestyrer.

Kapittel 7
Oppstart, vekst og offentlige virkemidler

7.1 Innledning

De fleste virksomheter er finansiert gjennom ulike kombinasjoner av aksjekapital (egenkapital) og fremmedkapital (lån i ulike former). I all hovedsak er dette markedsbasert (til markedsmessige betingelser), og myndighetene har få roller utover å bidra til stabile rammebetingelser, legal sikkerhet og gode institusjoner. Myndighetene bidrar likevel i noen tilfeller også med kapital i form av aksjekapital, lån, garantier og ulike andre støtteordninger.

Utvalget vil se særlig på i hvilken grad innovative norske oppstarts- og vekstbedrifter har tilgang til kapital, inkludert venturekapital både fra offentlige og private kilder. De andre offentlige bidragene er også en del av helhetsbildet.

Omtalen her er organisert slik:

- *Utviklingstrekk i tidligfinansieringsmarkedet*. Det presenteres først en kartlegging av risikokapitalmarkedet, med vekt på aktiviteten blant de aktørene som vanligvis karakteriseres som risiko- og ventureinvestorer. Kompetanseutfordringene drøftes også kort.
- *Det offentlige engasjementet i tidligfinansieringsmarkedet*. Dette videreføres til en diskusjon av det offentliges engasjement knyttet til egenkapital, der det offentlige utøver eierskap gjennom ulike institusjoner.
- *Andre offentlige virkemidler og kapitalkilder for næringslivet*. Til sist beskrives blant annet relevante offentlige låne- og garantiordninger.

Det foreligger omfattende evalueringer for store deler av disse virkemidlene. Disse viser både gode og mindre gode resultater. Det er likevel fortsatt enkelte virkemidler der resultatoppnåelsen ikke har vært gjenstand for grundig vurdering. I tillegg er det behov for bedre forståelse av samspillet mellom ulike virkemidler.

7.2 Utviklingstrekk i tidligfinansieringsmarkedet

Produktivitetskommisjonen skriver at tilgang til kapital kan være mest utfordrende for små oppstarts- og vekstbedrifter, og at det er behov for mer kompetent kapital og mangfold i eierskapet. Det vil i stor grad være de ordinære markedene for egenkapital og gjeld som kan bidra med de største beløpene og den mest kompetente kapitalen. Offentlige ordninger kan bare utfylle de brede, ordinære finansmarkedene.

Begreper som *risikokapital* og *venturekapital* brukes gjerne for å beskrive egen- eller fremmedkapitalfinansiering av selskaper som er i ferd med å utvikle nye produkter eller prosesser. Ifølge gjennomgangen i egenkapitalrapporten[1] utgjør venturekapitalfond og corporate venture totalt 5 prosent av det samlede emisjonsvolumet i hvert av årene 2012 til 2015.

7.2.1 Nyetablering og vekst

Et nyetablert foretak kan ha ulike organiseringsformer og være startet med en rekke ulike formål. I 2014 ble det etablert knapt 55 000 nye foretak i Norge, jf. Statistisk sentralbyrås statistikk over nyetablerte foretaks overlevelse og vekst.[2] I 2015 hadde 48,3 prosent av disse overlevd, basert på rapporteringen som forfalt i 2016 og som ble analysert og publisert i 2017. Men antall nyetablerte foretak er ikke noen presis indikator for vekst- og verdiskapingspotensial.

Mange nye foretak etableres og mange faller bort

Foretaksformen er velegnet for organisering av økonomisk aktivitet, men denne aktiviteten kan ha ulikt omfang, ulik tidshorisont, ulike vekstut-

[1] Utført av Menon Economics for utvalget. Rapporten omtales nærmere i kapittel 1.5.

[2] https://www.ssb.no/virksomheter-foretak-og-regnskap/statistikker/fordem

sikter og så videre. Nye bedrifter kan bidra til å styrke konkurransen og utvikle nye innovative konsepter. Samtidig er det bedrifter som opprettes for ren forvaltning, for å utnytte et forbigående arrangement eller der ideen bak oppstarten viser seg å bortfalle. Nye bedrifter bidrar også til sysselsettingen, men det må tas høyde for at mange av de nye bedriftene legges ned igjen etter få år.

De dominerende organiseringsformene er aksjeselskap, med om lag 21 000 nye foretak og enkeltpersonforetak med om lag 32 000 foretak i 2014. Om lag halvparten av foretakene som ble etablert i perioden 2010–2014 ble avviklet innen ett år. For aksjeselskaper er andelen som har aktivitet året etter etablering om lag 67 prosent, mens 5–6 prosent kan kategoriseres som passive. Aktivitet innebærer at foretaket har ansatte, lønnskostnader og/eller omsetning, mens begrepet passive foretak betyr at de ikke hadde slik aktivitet i det aktuelle året, men har hatt det senere. For enkeltpersonforetak er andelen nede på 36 prosent (med 4–5 prosent passive). Etter fire år er andelen gjenværende foretak om lag 31 prosent, fordelt på 54 prosent (1 prosent) blant aksjeselskaper og 23–24 prosent (1 prosent) blant enkeltpersonforetak.[3]

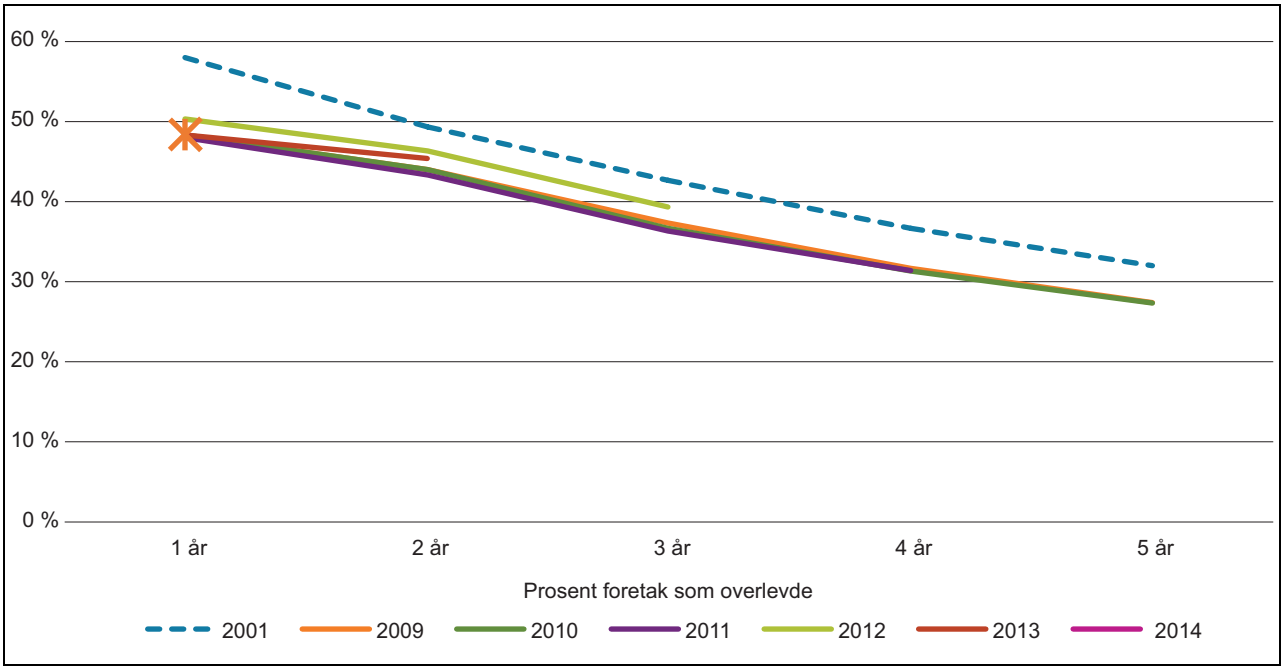
[3] Nyetablering er nye foretak korrigert for overdragelser. Det vil si at nye foretak som overtar en eksisterende virksomhet ikke regnes som en nyetablering, men bare som et nytt foretak.

Etter finansuroen i 2007–2008 har overlevelsesandelene vært relativt stabile, og prosentandelene over har bare variert litt mellom årene. Overlevelsesratene er likevel gjennomgående noe lavere i dag enn de var før finanskrisen, jf. figur 7.1. Det vil nødvendigvis ligge en rekke ulike forhold bak denne utviklingen, både i form av forskjeller i foretakenes formål, finansiering og tilgang til innsatsfaktorer som arbeidskraft og teknologi.

En liten andel av foretakene vokser likevel mer enn de andre

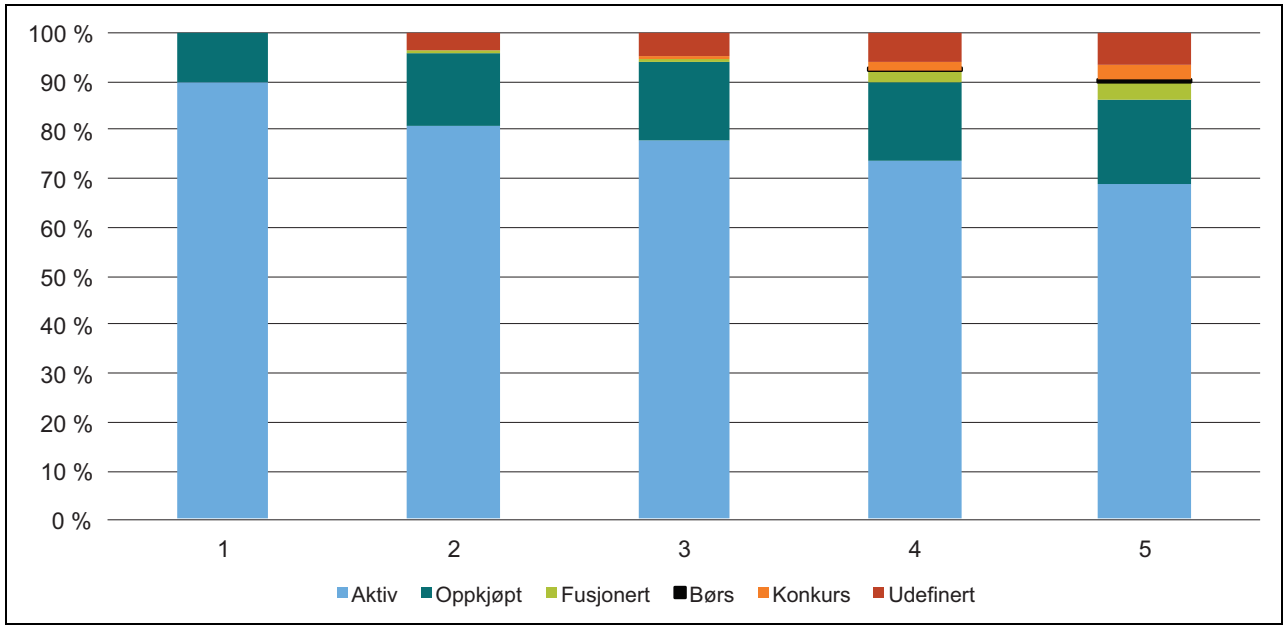
En definisjon av høyvekstforetak er andelen av foretak som over en periode på tre år har en gjennomsnittlig årlig vekst på mer enn 20 prosent, jf. Statistisk sentralbyrås etablererstatistikk. Vekst måles både i omsetning og gjennomsnittlig antall ansatte. Foretakene skal i begynnelsen av perioden ha minst 10 ansatte. Blant alle foretak i 2016 var det 6,8 prosent av foretakene som hadde minst 20 prosent omsetningsvekst. Når vekst måles ved økning i antall ansatte, var det 5,7 prosent av alle foretak som hadde minst slik vekst. Dette tilsvarer i størrelsesorden 1 200 foretak i året.

Statistisk sentralbyrå ser i sin entreprenørskapsstatistikk også på vekst i unge foretak. Gaseller er definert som alle foretak som er inntil fem år gamle, og som har en gjennomsnittlig årlig vekst større enn 20 prosent over en periode på tre



Figur 7.1 Overlevelse og vekst blant nyetablerte foretak. Overlevelsesrater fra etableringsår og 1 til 5 år videre. Årstall er etableringsåret for foretaket. 2001 og 2009–2014.

Kilde: Statistisk sentralbyrå



Figur 7.2 Nye norske VC/PE-porteføljeselskap. Årlig status etter driftsår. 2003–2015.

Kilde: Mjøs, A. & Kisseleva-Scherenberger, K. Foreløpige resultater fra SNF/NHHs regnskapsdatabase.

år, og som hadde minst ti ansatte i begynnelsen av vekstperioden. Vekst måles i både omsetning og gjennomsnittlig antall ansatte. Gasellene er dermed delmengden av høyvekstforetakene som er fire eller fem år gamle. Av denne delmengden er det 15,8 prosent som vokser med mer enn 20 prosent målt i antall ansatte, eller om lag 60 foretak fra hver årskohort.

Etter finansuroen i 2007–2008 har andelene unge og overlevende selskaper med høy vekst økt noe. Det kan altså synes som om fallet i overlevelsesrater, jf. figur 7.1, i hovedsak kommer av bortfall av foretak som ikke hadde vekstambisjoner.

Det er stor forskjell mellom gjennomsnittet for alle nystartede foretak og de med høy vekst og aktive eiere. I et forskningsprosjekt ved Norges handelshøyskole ble et utvalg nystartede norske selskaper med finansiering fra ventureselskaper eller private equity fulgt over tid, jf. fig 7.2. Ved at selskapene ble valgt ut av slike investeringsmiljøer, vil de være vurdert til å ha særlig vekst- og verdiskapingspotensial. Studien ser på overlevelse og utvikling i dette utvalget fra 2003. Figur 7.2 viser denne utviklingen gjennom de første fem leveårene, fordelt på overlevelse, konkurs, børsnotering, fusjon eller oppkjøp. Figuren viser at blant selskaper med finansiering fra slike investormiljøer, er overlevelsen mye høyere enn den er blant alle norske nystartede foretak. Etter femte driftsår er kun 9 prosent konkurs eller avsluttet på annet vis.

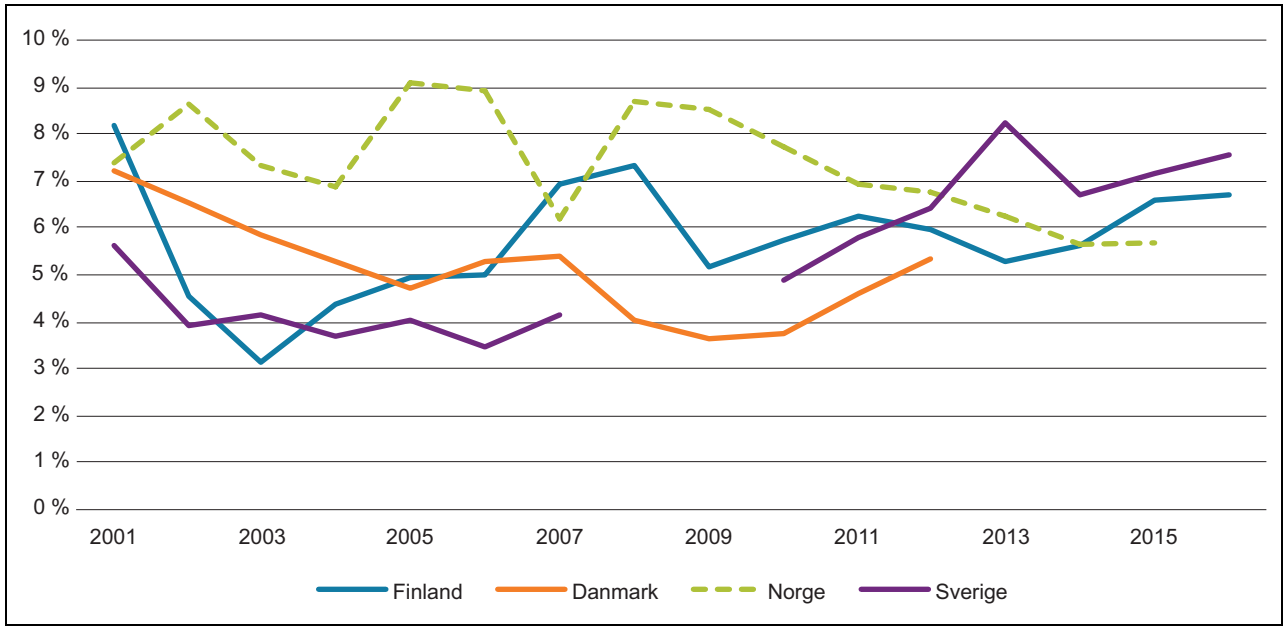
Entreprenørskap og internasjonale sammenlikninger

I de såkalte Global Entrepreneurship Monitor-undersøkelsene (GEM), blir et utvalg av befolkningen spurt om de har vært involvert i gründervirksomhet på noen måte den siste perioden. Siden 2008 har andelen som svarer positivt på dette, vært fallende i Norge. Figur 7.3 illustrerer at vi etter flere år med den mest engasjerte befolkningen i Norden, nå er nede på samme nivå som de øvrige landene og har en fallende trend.

GEM-undersøkelsene spør også om motivasjonen bak entreprenørskap. Denne deles i nødvendighetsbasert entreprenørskap og mulighetsbasert entreprenørskap. Det nødvendighetsbaserte vil for eksempel være drevet av arbeidsledighet, mens det mulighetsbaserte vil være drevet av forventning om økonomiske resultater. Norge skiller seg ut med en stor andel mulighetsbasert og en liten andel nødvendighetsbasert entreprenørskap.

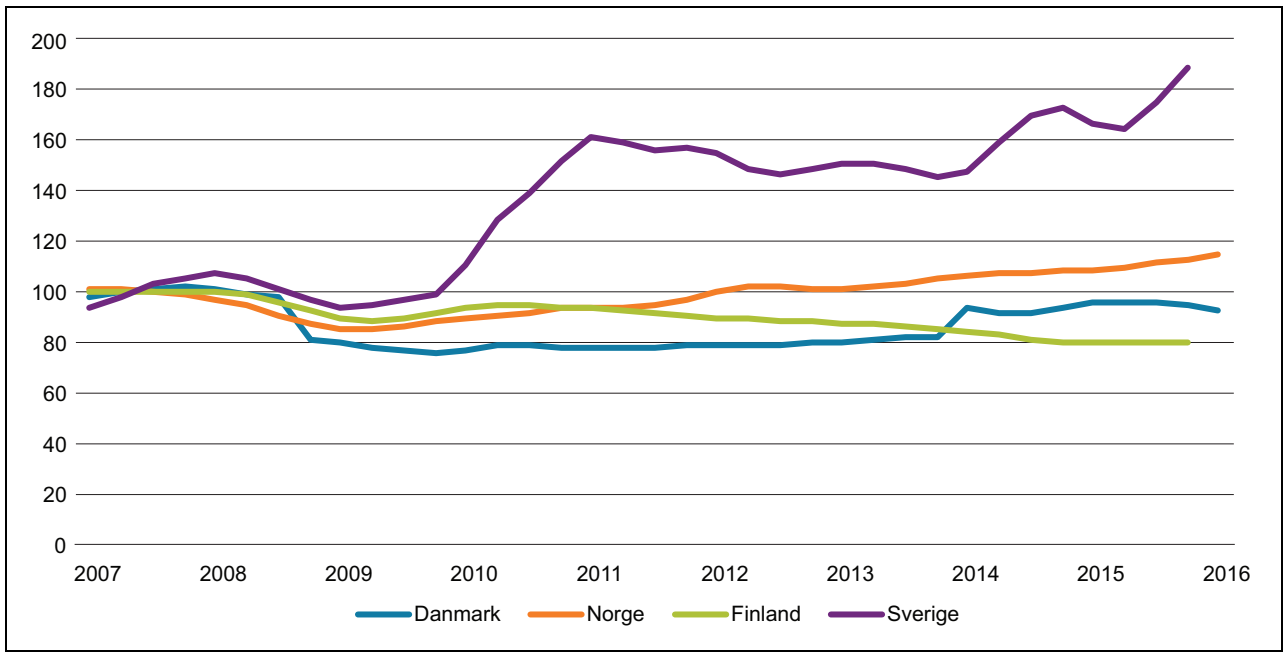
Gjennomganger av indikatorer for nordisk entreprenørskap viser at nyetableringen i Norge har ligget på et høyt nivå, jf. boks 7.1. Figur 7.4 viser at bare Sverige har hatt høyere samlet vekst i nyetableringen av foretak siden 2007, og at vekstraten i Norge har vært høyere og jevnere siden 2010.

Figur 7.5 viser en annen tilnærming til vekstspørsmålet, der norske observasjoner kan settes inn i en bredere internasjonal sammenheng. I OECD-statistikk går det frem at andelen norske foretak med vekst i sysselsetting på mer enn



Figur 7.3 Andel av befolkningen som har vært involvert i gründervirksomhet i utvalgte land. 2004–2015.

Kilde: Nordic Entrepreneurship Check 2016. Nordisk ministerråd.



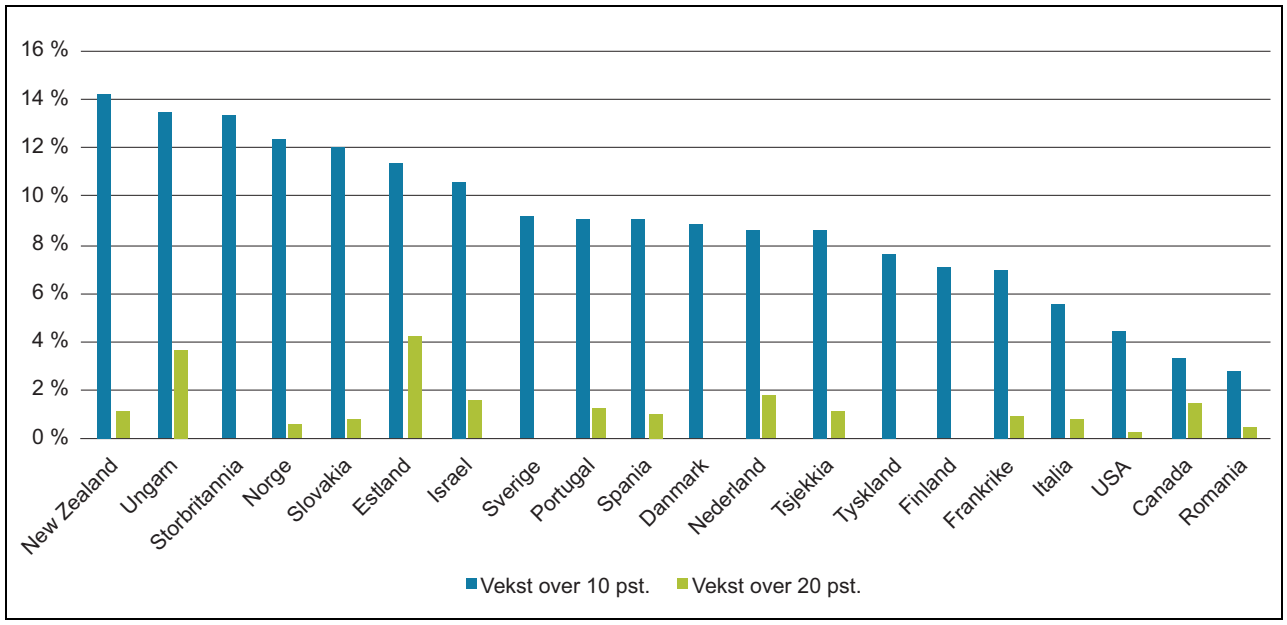
Figur 7.4 Nye foretak i nordiske land. Indeksert. 2007–2016.

Kilde: OECD Timely Indicators on Entrepreneurship, januar 2018.

10 prosent er høy. Dette er målt som gjennomsnitt for en treårsperiode, med utgangspunkt i de foretakene som før vekstperioden hadde minst ti sysselsatte.

Figuren inneholder også tilsvarende andel for foretak med mer enn 20 prosent vekst. Da er bildet motsatt, ved at andelen norske foretak («gaseller») er lavere enn i de fleste andre land. Tallene antyder altså en tendens til avmating av foretaksveksten i Norge på relativt lave nivåer.

Det er likevel uklart hvor mye vekt vi kan legge på denne observasjonen, siden antall rapporterende land er lavt for den høye vekstraten. Det er også store forskjeller mellom bransjer. For Norge er det for eksempel utleie av arbeidskraft («employment activities») som har særlig høye vekstrater. Disse observasjonene forteller oss hel-



Figur 7.5 Unge vekstforetak i utvalgte OECD-land. Andel unge foretak med vekst i antall sysselsatte over henholdsvis 10 og 20 prosent. 2014.

Kilde: Entrepreneurship at a Glance 2017, OECD.

ler ikke *hvorfor* veksten i norske foretak, målt ved antall sysselsatte, fremstår som relativt lav.

7.2.2 Finansiering av vekstselskaper gjennom kapitalemisjoner

Vekst er som regel avhengig av tilførsel av egenkapital, og tilførsel av ekstern egenkapital skjer gjennom emisjoner. Egenkapitalrapporten inneholder en gjennomgang av emisjonsaktiviteten i Norge, inkludert egenkapital fra alle typer private equity-fond, fra venturefond i tidligfase til store oppkjøpsfond. Begrepet *private equity-fond* brukes her om investeringsfond som investerer i unoterte selskaper (eventuelt kjøper opp noterte foretak og tar dem av børsen) for deretter å være med på å videreutvikle disse selskapene i en tidsavgrenset periode på tre til ti år. Venturekapitalfond er en undergruppe av private equity og omfatter investeringsfond som retter seg mot unge unoterte selskap med forventet vekstpotensial.

Oppkjøpsfondene får normalt eierskap gjennom å kjøpe aksjer fra eksisterende eiere. Det er dermed ventureselskaper som deltar i og synes i emisjonsstatistikken. Venturefondene investerer hovedsakelig i vekstselskaper gjennom å skyte inn kapital i bytte mot minoritetsandeler i selskapet. De er dermed å betrakte som profesjonelle emisjonsaktører.

Figur 7.6 viser andelene av antall emisjoner som har kommet fra private equity-fond, fordelt etter antall ansatte i bedriftene som har emisjonen. Både i volum og antall utgjør private equity, inkludert venturefond, om lag 3 prosent av emisjonsmarkedet, med om lag 60 emisjoner i ulike foretak hvert år i fireårsperioden 2012 til 2015. I egenkapitalrapporten karakteriseres dette som et relativt lavt antall, men det legges til at emisjonene i hovedsak er gjennomført blant et strengt selektert utvalg av teknologibedrifter som har et stort forventet vekstpotensial.

Figur 7.6 viser også andelene av antall emisjoner som er foretatt av såkalt corporate venture. Corporate venture er kjennetegnet ved at større industrielle aktører går inn med egenkapital i små innovative foretak.

Basert på kriteriene er det identifisert en gruppe bedrifter som er med på i overkant av 100 emisjoner i året. Dette tilsvarer om lag 5 prosent av antallet emisjoner som gjennomføres hvert år, og 2 prosent av volumet. At andelen målt i volum er relativt liten, er som forventet, ettersom dette er emisjoner i mindre vekstselskap.

Basert på utvalgets dialogmøter med ulike markedsaktører har det blitt trukket frem at bedrifter med et kapitalbehov i størrelsesorden opp til 20 millioner kroner kan ha en utfordring i markedet for ekstern egenkapitalfinansiering. Dette er typisk emisjoner som vil være for store til å involvere bare venner, familie og andre bekjente, samtidig som det argumenteres for at de er for små til å involvere profesjonelle tilretteleggere og

Boks 7.1 Norge kommer godt ut av internasjonale sammenlikninger

Vurderingene av entreprenørskap i Norge er gjennomgående gode. Nordic Innovation, som er underlagt Nordisk ministerråd, er en aktør i implementeringen av det nordiske partnerskapsprogrammet for handels-, industri- og innovasjonssamarbeid. De skriver for eksempel om status og utvikling til sine oppdragsgivere i 2017 at:

> «According to the Nordic Growth Entrepreneurship Review 2012, Norway had the highest share of start-ups among their enterprises in 2009, followed by Denmark. Finland was the country with the lowest share. In 2009, Iceland, Sweden and Finland were all below OECD average.
>
> […] the number of entries has increased in all Nordic countries since 2011, except from Finland. Sweden was quickest to come back from the 2008 financial crisis. One of the reasons was an increase in the availability of start-up funding and support. Sweden was followed a little later by Norway, which has shown consistent growth over the last years. Denmark and Iceland still remain below pre-crisis levels, but are gradually improving. Iceland especially is showing good progress recently, at least partly due to targeted entrepreneurship policy measures. Despite relative strong developments in the start-up ecosystem, Finland is showing declining performance in overall entrepreneurship.»[1]

Det er i mange sammenhenger ikke investors institusjonelle kobling som definerer *venture*. Derimot er det gradene av innovasjonshøyde og usikkerhet i selve prosjektet som definerer prosjektfinansieringen som *venture*. Dette ligger eksempelvis bak World Economic Forums (WEF) kvalitative vurdering av «Venture Availability» i deres gjennomgang.[2] Dette er ikke en gjennomgang av tall for ventureselskaper, men bygget opp rundt et prosjektorientert spørsmål til ledelsen i etablerte foretak: «In your country, how easy is it for start-up entrepreneurs with innovative but risky projects to obtain equity funding?». WEF definerer dermed et venturemarked ut fra vurderingen av tilgang til finansiering for innovative, men usikre prosjekter, uavhengig av hvor finansieringen kommer fra. Det er en annen vinkling enn den tradisjonelle oversikten over aktivitet blant medlemmene av NVCA eller lignende, jf. omtalen i avsnitt 7.3.

Med bakgrunn i denne definisjonen inkluderer WEF Norge blant de ti beste stedene for finansiering knyttet til utvikling av digitale løsninger. Denne finansieringen kan da bestå av tradisjonell venturefondfinansiering, men også av annen egenkapital, lån, tilskudd eller annet.

[1] Nordic Innovation (2017) Nordic entrepreneurship check 2016, side 19.

[2] World Economic Forum. *Global Information Technology Report*, http://www.weforum.org/gitr.

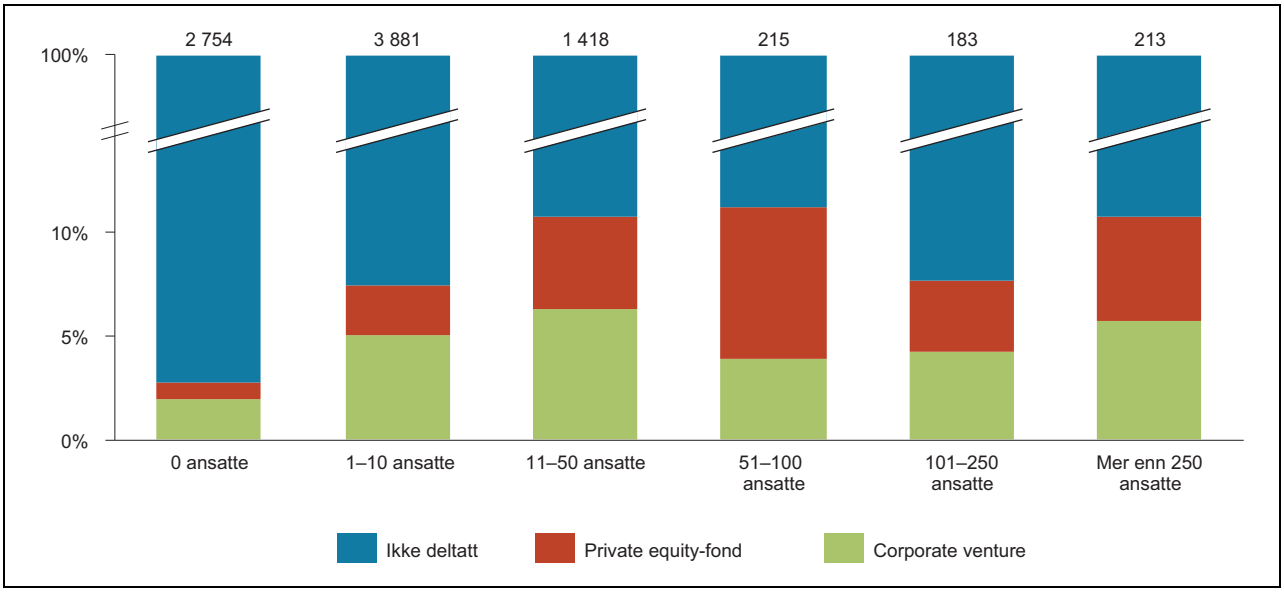
de faste kostnadene det medfører. Utviklingen av såkalte englenettverk og direkteinvesterende familier kan likevel bedre situasjonen nettopp for kapitalbehov av denne størrelsen.

Problemet med emisjoner i denne størrelsesorden gir seg imidlertid ikke til kjenne i egenkapitalrapporten. Her trekkes det også frem at det er i dette størrelsesområdet for emisjoner at de fleste venturefondene opererer. At det er mye aktivitet i størrelsesområdet, betyr likevel ikke at denne aktiviteten er tilstrekkelig. Basert på innspillene som utvalget har mottatt, er det indikasjoner på at det kan være et udokumentert ikke-finansiert kapitalbehov i dette størrelsesområdet.

7.2.3 Utviklingen i de profesjonelle investeringsselskapene

Eierskap kan ha mange former, og når privatpersoner investerer, kan det være gjennom investeringsfond eller bedrifter med egne forvaltere som står bak investeringsbeslutningene. De fleste ventureselskaper i Norge er medlemmer i Norsk Venturekapitalforening (NVCA) og inngår i foreningens statistikk.[4] Ventureselskap har ingen formell definisjon og trenger for eksempel ikke å ha hatt aktivitet av denne typen på noen år. Det er også aktive ventureforvaltere utenfor NVCA.

[4] Norsk Venturekapitalforening utgir årlig oversiktsstatistikk over aktiviteten blant foreningens medlemmer, jf. NVCA (2017)



Figur 7.6 Andel av totalt antall emisjoner utenfor børs fra private equity-fond og corporate venture fordelt etter foretaksstørrelse. 2012 – 2015.

Kilde: Menon

Aktiviteten i såkornmarkedet har vært fallende

Ventureselskapene i Norge har over tid hatt fallende aktivitet i såkornmarkedet. Figur 7.7 illustrerer utviklingen av investeringer, målt i beløp, mot såkornsegmentet blant NVCAs medlemmer over det siste tiåret.

Denne trenden slår gjennom både i antall nyinvesteringer og i investert beløp. Det er ikke samme utvikling i selskapenes aktiviteter på venture- og buyoutsiden, altså der de legger vekt på eierandeler i etablerte selskaper.

Tilgang til ny kapital i selskapene avspeiler dette

Tilgangen til kapital for medlemmene i NVCA er i hovedsak bestemt av tilskutt kapital. Næringen har en internasjonal profil og forvalter kapital som er tilskutt fra både norske og internasjonale eiere.

Den rapporterte tilførte kapitalen har hatt store variasjoner mellom år, jf. figur 7.8. I snitt har likevel tilgangen de siste årene vært relativt høy i et 15-årsperspektiv. For tilgangen til kapital fra medlemmer i NVCA til norske foretak er det mer rimelig å se på gjennomførte investeringer. Den tilførte kapitalen avspeiler ikke bare internasjonale eiere, men også at de relevante fondene er satt opp for å investere både i og utenfor Norge, for eksempel i Sverige. Figur 7.9 viser den kapitalen som er investert i Norge.

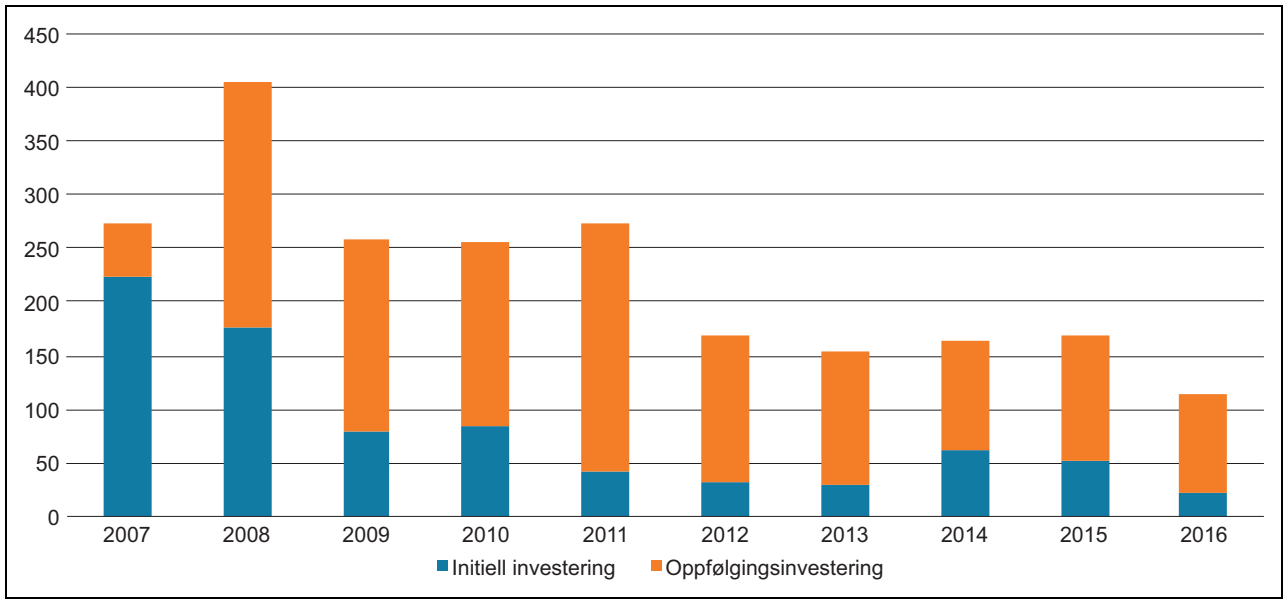
Nedbrutt på de ulike områdene selskapene vanligvis opererer i, kan det se ut som den nye kapitalen typisk har gått til fond som opererer i andre områder enn såkornmarkedet. Ifølge NVCA fordeler den samlede nye kapitalen i 2016 seg på venturesiden med om lag 6 milliarder kroner og buy-out med om lag 11 milliarder kroner. Det ble altså ikke reist kapital av noen betydning for såkornområdet blant disse selskapene i 2016. Innenfor Norge ble det investert 112 millioner kroner i såkornsegmentet i 2016, klart mindre enn i de øvrige segmentene.

Det ser derfor ut som det har vært betydelig mindre kapital fra bransjen til foretak i såkornsegmentet i denne perioden, sammenlignet med det det var rundt midten av 2000-årene. For fond som er innrettet mot venture og buy-out i Norge, har utviklingen ikke vært så utpreget. Likevel har de investerte beløpene falt siden toppåret 2014.

Den norske venturekapitalbransjen er dermed preget av god samlet kapitaltilgang. Andelen av kapitalen som er tiltenkt investeringer i Norge, er mindre. Dette er en profesjonell og internasjonal bransje, og dens engasjement mot Norge, og særlig såkornsegmentet, er lav og fallende.

7.2.4 Et internasjonalt blikk på Norge og venturebransjen

Den europeiske venturekapitalnæringen presenterer hvert år et omfattende tallsett om bransjen. Både av næringen, og av organisasjoner som OECD, fremheves det at de valgte avgrensingene er følsomme overfor de definisjonene som anven-



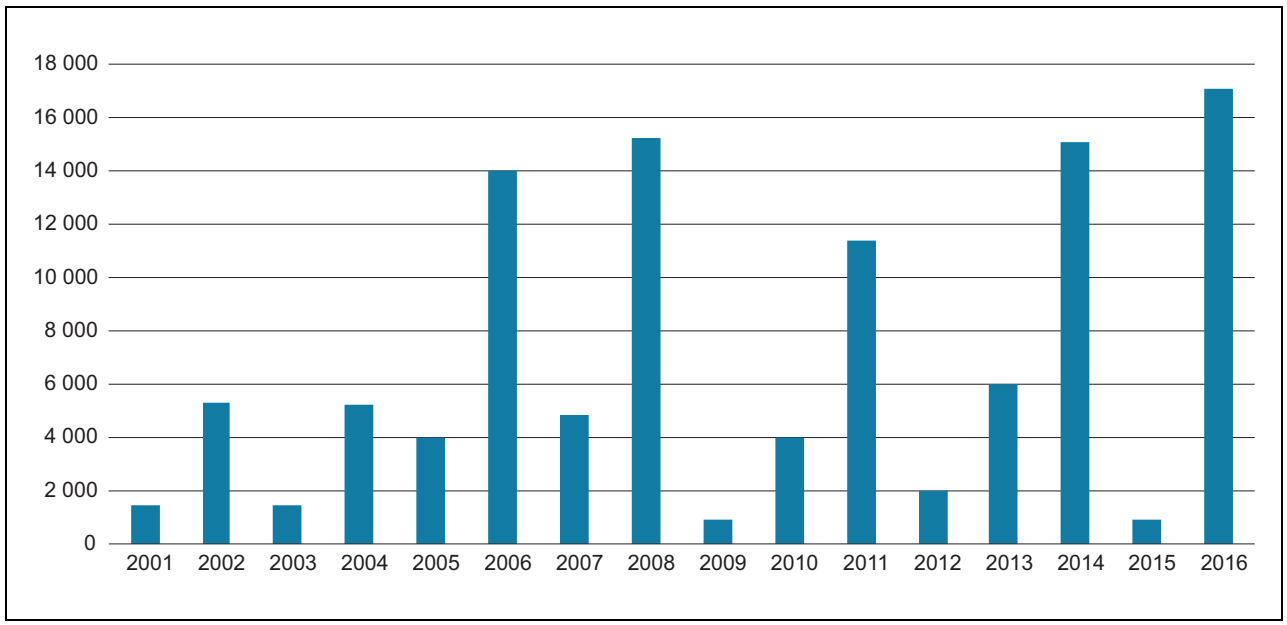
Figur 7.7 Såkornkapital. Nyinvestering og oppfølgingsinvesteringer blant Norsk Venturekapitalforenings medlemmer. Millioner kroner. 2007 – 2016

Kilde: Norsk Venturekapitalforening

des. Tall om venturekapitalbransjen, og særlig sammenligninger mellom land, må derfor behandles med forsiktighet.

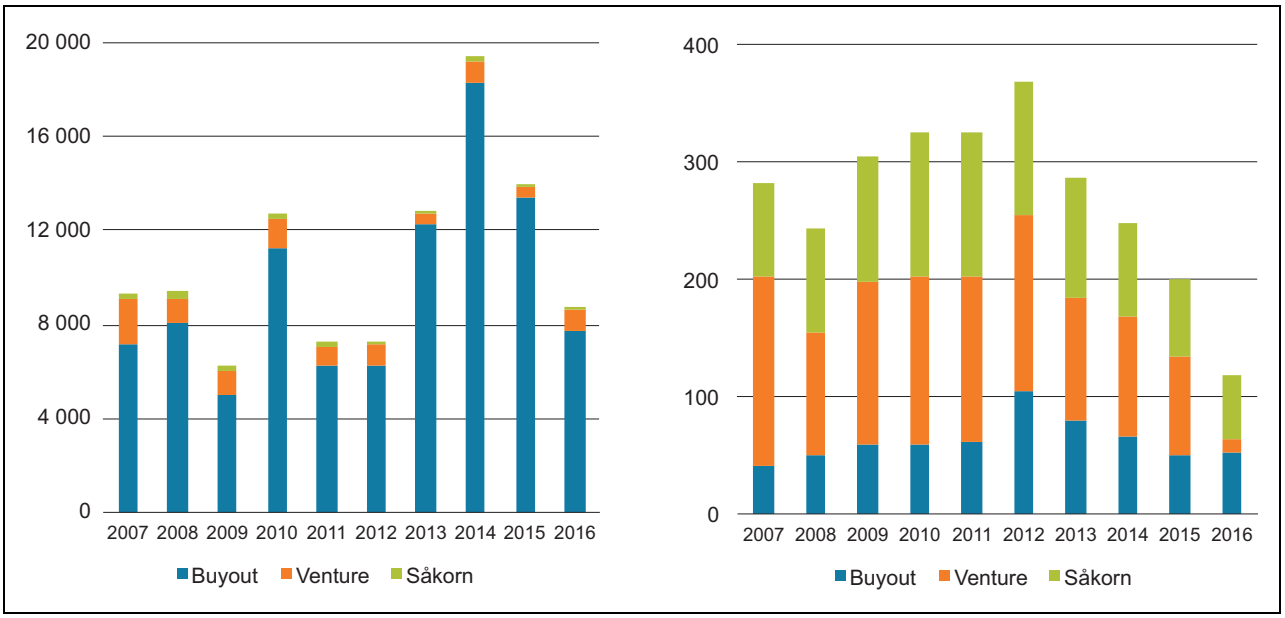
Over en lang periode har norske venturefond befunnet seg blant dem som har reist mest kapital, målt i forhold til nasjonal verdiskaping, jf. figur 7.10. I 2016 var det kun fond i Sveits som reiste mer kapital som andel av BNP de forrige ti år. Dette setter den nytilførte kapitalen til venturefondene som rapporterer til NVCA, jf. forrige avsnitt, inn i et internasjonalt bilde. De norske tallene er høye, men de er innenfor det man skulle forvente i et rikt land, der finanskrisen hadde mer begrenset omfang enn i land som Italia og Hellas.

Tilgangen til ny kapital består av både offentlig finansiering og privat kapital. Investeringene har, som i de fleste andre land, blitt fordelt på selskaper i Norge og i utlandet, jf. figur 7.11. Andelen



Figur 7.8 Nytilført kapital til venturefondene. Millioner kroner. 2001 – 2016

Kilde: Norsk Venturekapitalforening



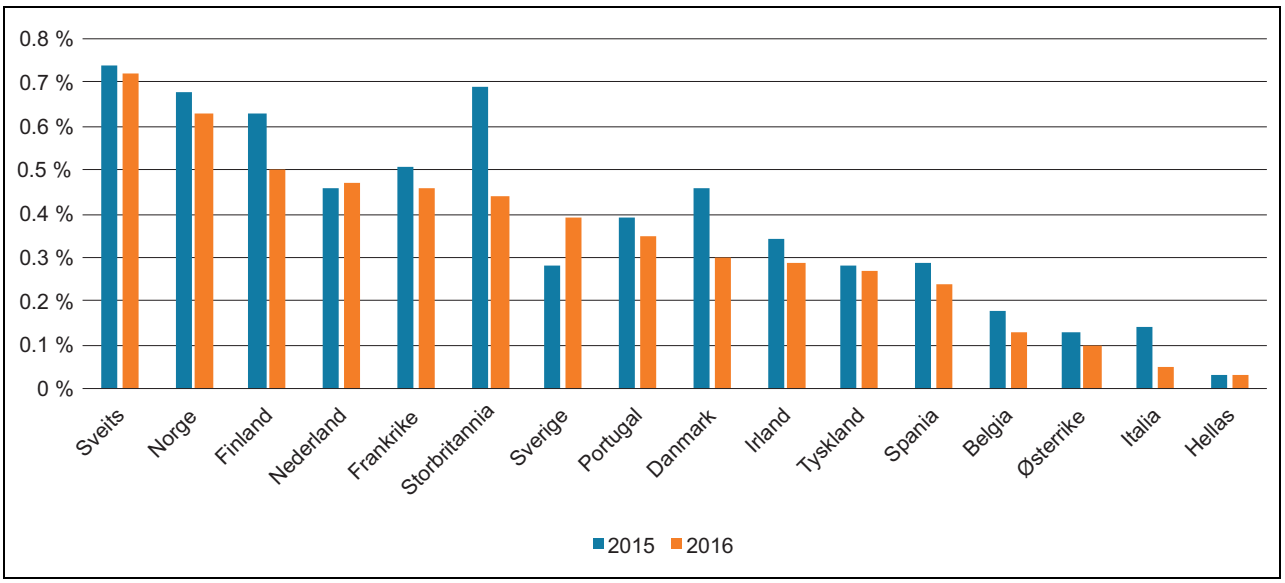
Figur 7.9 Investeringer i Norge. Beløp i millioner kroner etter kategori (t.v.) og antall etter kategorier (t.h.) 2007–2016.

Kilde: Norsk Venturekapitalforening

som har blitt investert i utlandet, er klart lavere enn det som er rapportert for land som Danmark, Sveits og Nederland. Norge ligger likevel mer eller mindre i en stor midtgruppe av land med andeler mellom 20 og 40 prosent.

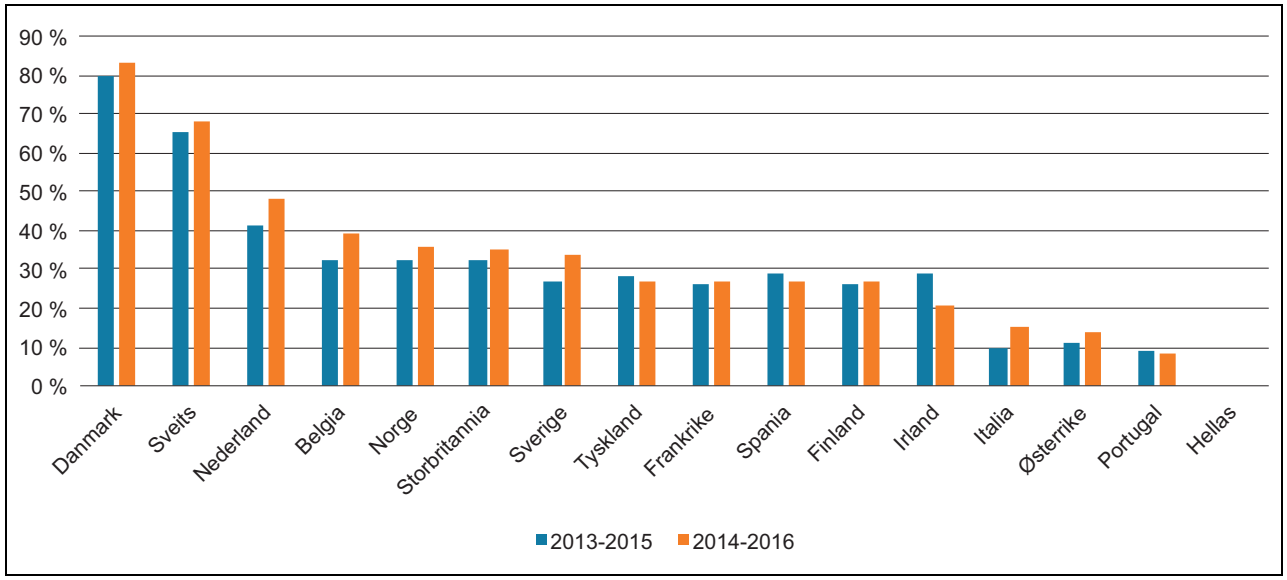
Dersom vi tar med investeringer fra venturefond i andre europeiske land, utgjør denne andelen om lag 20 prosent av de samlede investeringene i Norge. Dette nivået på inngående investeringer plasserer Norge i en gruppe av land som har tiltrukket seg den laveste andelen av internasjonale ventureinvesteringer. Dette kan også skyldes næringsstrukturen i Norge med vekt på energi og sjømat.

Det er typisk noen få, men vellykkede virksomheter som står for hoveddelen av kapitalen i senere faser. Dette er særlig tydelig i Sverige, der Spotify og Klarna har tiltrukket seg hoveddelen av kapitalen. Også i Norge og andre land er slike



Figur 7.10 Reist kapital over foregående tiårsperiode. Europeiske venturefond etter hjemland. 2015 og 2016. Andel av BNP.

Kilde: Invest Europe (tidligere EVCA)



Figur 7.11 Europeiske venturefonds investeringer i andre land enn fondets hjemland. 2013–2015 og 2014–2016. I prosent av samlede venturefond-investeringer.

Kilde: Invest Europe (tidligere EVCA)

investeringer skjevfordelt mot et lite antall foretak.

Verken i Danmark eller Norge har det vært selskaper som tiltrekker seg kapital på de nivåer som har vært sett i Sverige. Sverige har tiltrukket seg nær halvparten av den totale risikokapitalen i Norden og har allerede fostret seks–åtte såkalte «enhjørninger», som er definert som oppstartsselskaper verdsatt til over én milliard amerikanske dollar. Norge har ingen slike.

Figur 7.12 viser investert kapital gjennom såkorn- og oppstartselskaper, slik det defineres av Invest Europe. Selv om vi inkluderer investeringer fra andre europeiske land, ser de samlede ventureinvesteringene i Norge ut til å tilhøre den nedre delen av skalaen. De store investeringene har funnet sted i Finland, Irland, Sveits og Sverige. Men det er på den andre siden et langt sprang ned til såkorninvesteringene i Italia og Hellas, som har ligget lavt etter perioden med finansuro.

Figurene, inkludert figur 7.11, viser at den norske venture- og private equity-næringen er en internasjonal bransje. De norske ventureaktørene som forvalter investeringer utenfor Norge, investerer en andel som er på linje med hoveddelen av andre land.

7.2.5 Avkastningsutfordringene

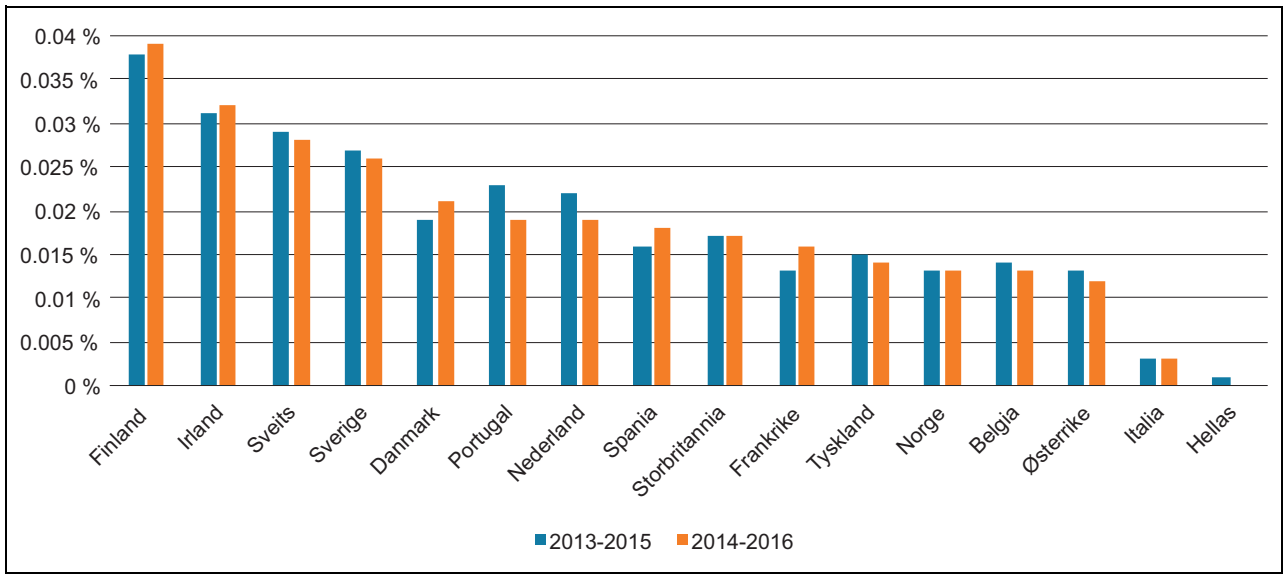
De fleste investorer vil se på avkastningshistorikk som en faktor for sine investeringsbeslutninger. I nystartede foretak ser en gjerne at det først er når et produkt er utviklet og de første avtalene og salg er gjort, at verdien av foretaket stiger. Det betyr at investorer som går tidlig inn, men som av ulike grunner må realisere sine verdier før dette stadiet, ofte står uten noe premie på sine investeringer hvis de selges.

Professorene Jarle Møen ved Norges handelshøyskole og Hans K. Hvide ved Universitetet i Bergen gjorde for noen år siden en empirisk sammenligning av gründere med og uten formue.[5] Arbeidet viste at høyere egenkapital i utgangspunktet går sammen med høyere avkastning, fordi foretaket blant annet står overfor bedre likviditet. Et brudd med dette var likevel tydelig for de gründerne i gjennomgangen som hadde mest egenkapital. Disse oppnådde dårligere lønnsomhet enn de med mindre formue. Dette kan illustrere at kompetanse fra andre, her medinvestorer, er viktig også om egenkapitalen er til stede. Dette støtter synspunktet om at kompetente eksterne eiere vil bidra med bedre strategier og bedre styring.

En studie fra 2014 fra den europeiske venturekapitalforeningen (EVCA) viser et tilsvarende funn.[6] Når avsluttede investeringer hos medlem-

[5] Hvide, H.K. og Møen, J. (2014). *Lean and Hungry or Fat and Content? Entrepreneur Wealth and Start-up Performance*, s. 1242–1258.

[6] EVCA & Thomson Reuters. (2014). *2013 Pan-European Private Equity Performance Benchmarks Study.*



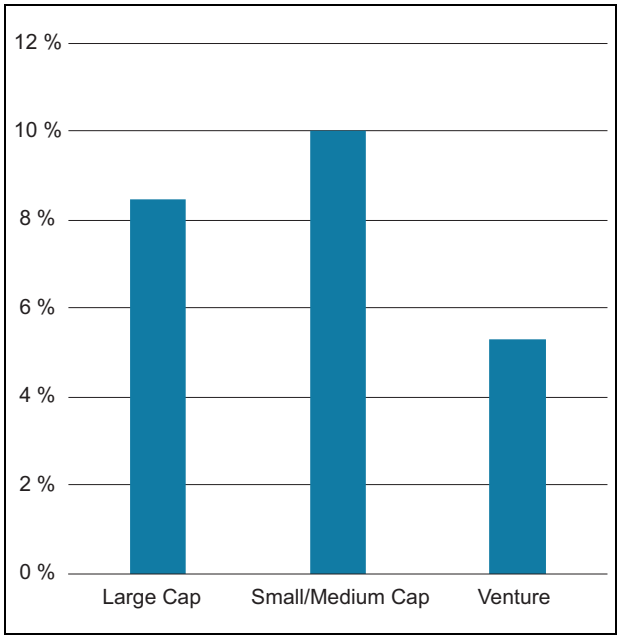
Figur 7.12 Såkorn- og oppstartskapital. Europeiske venturefonds samlede investeringer i hvert land. Andel av BNP.

Kilde: Invest Europe (tidligere EVCA)

mene av EVCA kategoriseres etter type, kommer såkorn (*seed/early stage*) ut med den laveste oppnådde avkastningen blant de anvendte kategoriseringene. I hele utvalget er oppnådd avkastning for disse investeringene om lag 2,5 prosentpoeng per år lavere enn for *later-stage*-investeringer og knapt 2 prosentpoeng lavere enn for all ventureinvestering. Gjennomsnittstallene skjuler som vanlig likevel stor variasjon mellom de enkelte fondene, og det beste kvartilet av såkornfond har gjort det bedre enn de minst vellykkede fondene i andre kategoriene.

Avkastning innen venture og private equity har store variasjoner mellom ulike fond og forvaltere, og avkastningen innen venture er historisk i Europa lavere enn for fond som investerer i senerefase-selskap. Dette kan være noe av årsaken til at mer kapital har blitt investert i senerefase-selskaper. Se figur 7.13 for årlig avkastning i europeiske fond. Det er ingen grunn til at norske fonds gjennomsnittlige avkastning skal være vesentlig annerledes enn for europeiske fond.

Når vi ser at såkorn gjennomgående har lav avkastning, sammenlignet med andre typer fond for investeringer i unoterte bedrifter, fremstår det som lite attraktivt å investere i såkorn. Det er samtidig ingen grunn til å anta at mer kapital til samme sektor gir bedre avkastning. Det vi ser, er at avkastningen presses ned om mer kapital kommer inn i de samme prosjektene, eller at kapitalen søker seg andre steder.



Figur 7.13 Årlig avkastning for ulike europeiske fond. Prosent. 2002–2017

Kilde: FactSet og Pevara

Samtidig er det klart at seleksjonskompetanse er involvert, og at det blant såkornselskapene er noen selskaper som er bedre enn andre, samtidig som noen miljøer kan være dyktigere til å identifisere og utvikle selskapene enn andre. De beste prosjektene må vi anta at markedet uansett finansierer. Da vil ekstra kapital enten fortrenge denne eller investeres i mer marginale prosjekter.

For offentlige investeringer innebærer dette blant annet at Innovasjon Norges rolle i seleksjon av team i såkornselskapene blir viktig, slik at disse teamene kan forventes å tilføre selskapene de eier, en kompetanse de ellers ikke ville hatt, og dermed bidra til å gjøre dem bedre enn de ellers ville blitt. Dette er en stor utfordring for et statlig særlovsselskap.

7.2.6 Er kompetansen og prosjektene gode nok?

Tilgangen til kapital består av etterspørsel fra foretak og tilbud fra potensielle investorer. I tillegg kommer tilskudd og skattefradrag for forskning, innovasjon og entreprenørskap fra myndighetene.

Både hos investor og foretak kreves det kompetanse og kunnskaper. En investor skal som regel vurdere flere alternative investeringsmuligheter opp mot hverandre, og det krever at foretaket kan presenteres på en god måte. Flere av de innspillene utvalget har mottatt, blant annet fra NTNU-miljøet, har beskrevet store gevinster av strukturerte prosesser for presentasjon av foretaket, med utarbeidelse av tilhørende strategier og forretningsplaner.

Forståelse av økonomisk rapportering og sammenhenger er i dag en del av det nødvendige kunnskapssettet studenter og arbeidstakere bør ha. OECD fastslår at «[f]inancial literacy is now globally recognised as an essential life skill» i sin store og anerkjente PISA-undersøkelse.[7] PISA kartlegger resultater i form av kunnskap og kompetanse fra det formelle utdanningssystemet. Norge er ikke blant landene som har rapport data til denne delen av PISA-undersøkelsen, og er ikke dekket i rapporteringen om finansielle kunnskaper. Det foreligger altså ingen alminnelig anerkjent internasjonal sammenligning av hvilke kunnskaper utdanningssystemet tilfører norske elever og studenter. Utvalget mener at dette området er for viktig til at slike muligheter til å kartlegge kunnskapsnivå og resultater fra utdanningssystemet ikke utnyttes, og foreslår at norske myndigheter legger vekt på å delta også i denne delen av undersøkelsen ved fremtidige datainnsamlinger.

Noen av utdanningsinstitusjonene har grepet fatt i dette gjennom de siste årene. Studieretninger som skal tilføre kunnskap om entreprenørskap og innovasjon, og trekke på en sammensatt internasjonal fagbakgrunn, er under utvikling eller allerede satt i verk på store utdanningsinstitusjoner som NTNU, NHH, BI og andre. Dette er til dels en ny utvikling de siste årene, og den utgjør et velkomment supplement til utdanninger som ofte fremstår som mer relevant for store foretak.

7.2.7 Kan investorer i innovative oppstartsselskaper realisere sine verdier?

En forutsetning for at gründere og andre investorer skal oppnå en fremtidig avkastning, er eksistensen av annenhåndsmarkeder. Egenkapitalrapporten, utført for utvalget av Menon Economics, indikerer at bare 4 prosent av norske unoterte virksomheter skifter eier hvert år. Dersom salg av eierandeler ikke møter interesse, vil prisene bli lave eller salg ikke finne sted. Det er viktig å løfte blikket fra utviklingsfaser med høyere kostnader enn inntekter (jf. den såkalte J-kurven), til vurderinger som ser dette i sammenheng med hele investeringens livsløp. Foretak skal gå gjennom perioder med investeringer, vekst, oppkjøp eller utskilling av virksomhet for at investorene skal kunne realisere gevinster, og en investor som tviler på videresalgsmulighetene vil velge andre investeringsalternativer.

Det betyr at forventning om muligheter for fremtidig salg, det vil si velfungerende annenhåndsomsetning, er en forutsetning for et godt førstegangsinvesteringsmarked. For profesjonelle investorer betyr det at strategiene for å trekke seg ut kunne vært enklere og for eksempel mindre avhengige av enkeltsalg til store selskaper. For individuelle investorer, også de som går under betegnelser som forretningsengler med videre, vil det bety en reduksjon av usikkerheten ved å kjøpe eierandeler i et nyetablert foretak.

For foretak som befinner seg på stor avstand fra børsnotering, er det ikke mange alternative markedsplasser. I all hovedsak vil slik omsetning være avhengig av informerte enkeltindivider, lokale kontaktnett og tilfeldige møteplasser. Det finnes lite arbeid som kartlegger slike markedsplasser, særlig på en måte som gjør det mulig å sammenligne mellom land eller over tid. Det kan fremstå som at dette markedet er mer utviklet i Sverige enn i Norge. Det store IPO-markedet (Initial Public Offering) i Sverige dominerer de andre landene. I 2016 var det 55 børsintroduksjoner på Stockholms-børsen, men bare noen få på børsene i København, Helsinki og Oslo, jf. tabell 7.1.

I midtveisgjennomgangen av kapitalmarkedsunionen i juni 2017 signaliserte også Europakom-

[7] OECD (2015). *PISA 2015 Results. Students' financial literacy.*

Tabell 7.1 Antall børsnoteringer (IPOer) i de nordiske landene. 2016.

Land	Sverige	Finland	Danmark	Norge
Antall børsnoteringer	55	7	3	1

Kilde: EY, «Nordic Market Insights», januar 2017

misjonen at den ville arbeide bredt for å styrke små og mellomstore bedrifters muligheter til å hente kapital i markedet.[8] I et høringsutkast som ble lagt frem i desember 2017, ble det varslet at man vil ha fokus på

- hvordan forståelsen av et «SMB-vekstmarked» kan bli ytterligere forbedret.
- områder der administrative byrder ved børsnotering av små og mellomstore bedrifter kan reduseres.
- regulatoriske endringer for å gjenoppbygge de lokale økosystemene[9] som kan bistå ved børsnotering og påfølgende oppfølging.

Kommisjonen begrunner blant annet behovet for fokus på omsetning som er avhengig av informerte enkeltindivider, lokale kontaktnett og møteplasser, med at gjennomsnittlig antall årlige børsnoteringer (IPOs) for små og mellomstore bedrifter i perioden etter finanskrisen er halvert, sammenlignet med perioden 2005–2007.

Utvalgets anbefaling

- Utvalget mener at en kartlegging av strukturelle forhold i markedet for eierskifter i Norge og sammenlignbare land, med sikte på å utvikle en strategi som kan bidra til utvikling av slike markeder, bør gjennomføres.

7.2.8 Utvalgets vurderinger av tilgangen til venturekapital i Norge

Utviklingen av verdiskapende, innovative foretak dreier seg også om tilgang til store og voksende produktmarkeder, tilgang til velkvalifiserte medarbeidere og god ledelse. Vellykket politikk må støtte opp under disse elementene, fordi suksessfulle foretak bygger på samspill mellom mange innsatsfaktorer.

Målt i antall selskaper er tilveksten av unge foretak, samlet sett, like god i Norge som i våre naboland. Det ser likevel ut til at norske foretak tenderer til å vise moderat vekst i sysselsetting og omsetning, sammenlignet med foretak i andre land. Samlet oppstart og overlevelse er dårlige indikatorer for vekst og fremtidig verdiskaping. Når man ser på fremveksten av nye vekstselskaper, har det de siste årene vært et vesentlig høyere aktivitetsnivå i Sverige, Finland og Danmark. Eksempelvis har tilfanget av nye skalerbare selskaper tuftet på bruk av digital teknologi vært spesielt stor i Sverige, og det har de siste ti årene ikke blitt utviklet teknologibaserte selskaper med tilsvarende verdivekst med utgangspunkt i Norge.

Utvalget vurderer at det er særlig krevende å ivareta den tidlige utviklingsfasen for potensielle vekstbedrifter. Utfordringene gjelder spesielt virksomheter som trenger mange år med kapitalkrevende utvikling, før man kan forvente kommersielle inntekter, for eksempel ved kommersialisering av forskningsresultater. Dette er samtidig virksomheter som kan ha potensial for stor og verdiskapende vekst etter et vellykket utviklingsforløp, men mange slike virksomheter opplever finansieringsutfordringer i det norske kapitalmarkedet. Myndighetene har også ansvar for at fellesgoder som digital infrastruktur fungerer godt. For utvikling av kapitalmarkedsløsninger som gjennom digitalisering reduserer informasjonsasymmetri, kreves også tilrettelegging av digital infrastruktur, jf. omtalen i kapittel 6.

Kapitaltilgangen til private equity-fond (NVCA) er sterkt svingende, men er nest høyest i Europa, som andel av bruttonasjonalproduktet de siste ti årene. Samlet tilgang til alle faser og aktiviteter som fondene er engasjert i, var lav i 2015 og høy i 2014 og 2016, jf. figur 7.8. Dette er en internasjonal bransje, og fondene både finansieres og investerer nasjonalt og internasjonalt. Investeringene i Norge nådde en topp i 2014 og har avtatt siden. Fondene som er medlemmer i NVCA, har i liten grad klart å reise kapital til såkorninvesteringer i disse årene. Det er i Norge i dag begrenset omfang av private venturefond, og det er krevende å utvikle et mangfold av slike miljøer.

[8] Høringsdokumentene ligger her: https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2017-barriers-listing-smes_en. Høringen er åpen til 26. februar 2018.

[9] Et nettverk av meglere, aksjeanalytikere, kredittvurderingsbyråer og investorer som spesialiserer seg på små og mellomstore bedrifter.

Egenkapitalrapporten[10] viser at både antallet emisjoner og beløpet som er reist gjennom aksjeemisjoner i unoterte selskaper, er betydelig, selv om andelen fra investeringsfond er liten, også for tidligfaseselskaper. Trolig er andre investorkategorier som forretningsengler, andre privatpersoner og bedrifter vel så viktige kapitalkilder. Internasjonale sammenligninger er følsomme overfor valgte definisjoner og avgrensinger.

Utvikling av strammere reguleringer og økt risikofokus innen regulerte næringer som forsikring, pensjon og bank, har redusert deres allokering til risikoinvesteringer. Folketrygdfondets mandatavgrensning til noterte verdipapirer, og investorers generelt økte fokus på likvide, globale porteføljer, har medført at omfanget av norske investorer som har anledning til å investere i unoterte tidligfaseselskaper, både direkte og indirekte via fondsstrukturer eller på annet vis, er mindre enn det ellers ville vært. Utvalgets anbefaling om plassering av pensjonskapital kan styrke tilgangen til risikokapital, jf. kapittel 4.3.

Såkorn- og ventureinvesteringer har gjennomgående vist lav gjennomsnittlig avkastning, dog med stor spredning mellom de beste og de dårligste porteføljene. Innenfor unoterte aksjer skiller disse typene investeringer seg også fra buyoutkategorien, som både har høyere gjennomsnittsavkastning og mindre spredning i avkastningen. Det lave investeringsnivået kan også skyldes lite tilfang av lovende investeringsmuligheter. Det norske næringslivet har tradisjonelt også vært mer naturressursbasert enn i våre naboland, sektorer som ikke typisk krever venturekapital. Det var en sterk vekst i investeringer i oljerelatert sektor, som fremsto som svært attraktiv for investorer, særlig frem til oljeprisfallet i 2014. Dette kan også forklare hvorfor mindre kompetanse og kapital ble investert i andre sektorer. Etter utvalgets oppfatning vil en styrket satsing på teknologi og realfag, men også tverrfaglig entreprenørskapskompetanse, kunne bedre grunnlaget for innovasjon og entreprenørskap og på sikt øke antall gode prosjekter. Samlet gir dette et inntrykk av at det er krevende som investor å finne gode investeringsalternativer i denne sektoren, og det reduserer antallet investorer som kanskje har anledning til, men som ikke ønsker, å investere her.

Et funn fra egenkapitalrapporten er også at antallet norske direkteinvesterende tidligfaseinvesteringsmiljøer har falt fra 38 i 2008 til 28 i 2016. Utvalget er bekymret over at antallet investorer som investerer i venturefond både med base i og utenfor Norge har blitt redusert gjennom disse årene. Denne utviklingen svekker i særlig grad økosystemet for finansiering og utvikling av lovende tidligfaseselskaper i Norge. Færre investorer i fond medfører at det blir mindre tilfang av kompetente ventureinvesteringsmiljøer tilgjengelig for tidligfasebedriftene og svekker dermed kanalisering av kompetent kapital til norske vekstbedrifter.

En konsekvens av dette er både reduserte beløp investert i norske tidligfaseselskaper og færre og mindre forvaltningsmiljø som fokuserer på denne delen av markedet. Dette medfører igjen at de få som investerer med god avkastningshistorikk, som for eksempel Argentum, derfor blir signalinvestorer, fordi de forventes å ha særlig god innsikt i prosjektkvalitet og fondskvalitet i Norge og Norden. Andre investorer vil derfor gjerne følge signalinvestorenes analyse og investeringsbeslutning. Ved eventuelle nyetableringer av norske venturefond eller såkornfond vil det være svært krevende å finne internasjonale og norske investorer som kan tilføre kompetanse, og for mange fond er det i dag få tilgjengelige spesialiserte norske fond-i-fond investorer, og lite bredde.

Markedet for kapital til tidligfase-vekstselskaper skiller seg fra andre deler av kapitalmarkedet ved at investeringene preges av høy og til dels vanskelig analyserbar risiko, det går lang tid mellom investering og realisering, og betydningen av kompetent eierskap og lederskap er særlig stor. I tillegg er det klare nettverkseffekter mellom aktørene i dette markedet. Normalt er venturefondene spesialisert innen visse bransjer, som for eksempel legemidler, oljeservice, teknologi, og de koordinerer eierrollen og utviklingen av prosjektene på vegne av flere investorer. Tilstedeværelse av et tilstrekkelig antall investorer i venturefond og dermed venturefondsmiljøer bidrar derfor både til å utvikle kvaliteten i prosjektene og også til å kanalisere ytterligere privat kapital inn i prosjektene.

Samlet vil utvalget konkludere med at mangelfull kanalisering av privat risikokapital, få tidligfase-investeringsmiljøer, få fond-i-fond-investorer og et begrenset tilfang av aktive private eiermiljøer, er begrensende faktorer i utviklingen av norsk næringsliv. Disse begrensende faktorene er særlig utfordrende i lys av den omstillingen Norge og norsk næringsliv nå gjennomgår, i forbindelse med at aktiviteten i og etterspørselen fra petroleumsnæringen ikke lenger vil være like sterk som før.

[10] Utarbeidet av Menon Economics for utvalget. Rapporten er omtalt nærmere under kapittel 1.5.

7.3 Det offentlige engasjementet i tidligfinansieringsmarkedet

Det offentlige direkte eierskapet er diskutert i kapittel 4.3. I Norge har staten også indirekte engasjement i risikokapitalmarkedet gjennom blant annet finansiering av en rekke generasjoner av såkornfond, eierskap i nystartede foretak som springer ut av universiteter og høyskoler (TTO-systemet), gjennom investeringsselskaper som Investinor og Argentum, og gjennom lånekapital (særlig gjennom Innovasjon Norge).

7.3.1 Oversikt over de offentlige aktørene

Offentlig egenkapital krever en institusjon som følger opp eierskapet. De selvstendige offentlige aktørene er i første rekke investeringsselskapene Argentum og Investinor. Nå er også Fornybar AS i ferd med å bli opprettet. I tillegg kommer ulike såkornfond der det offentlige har bidratt med kapital sammen med private aktører.

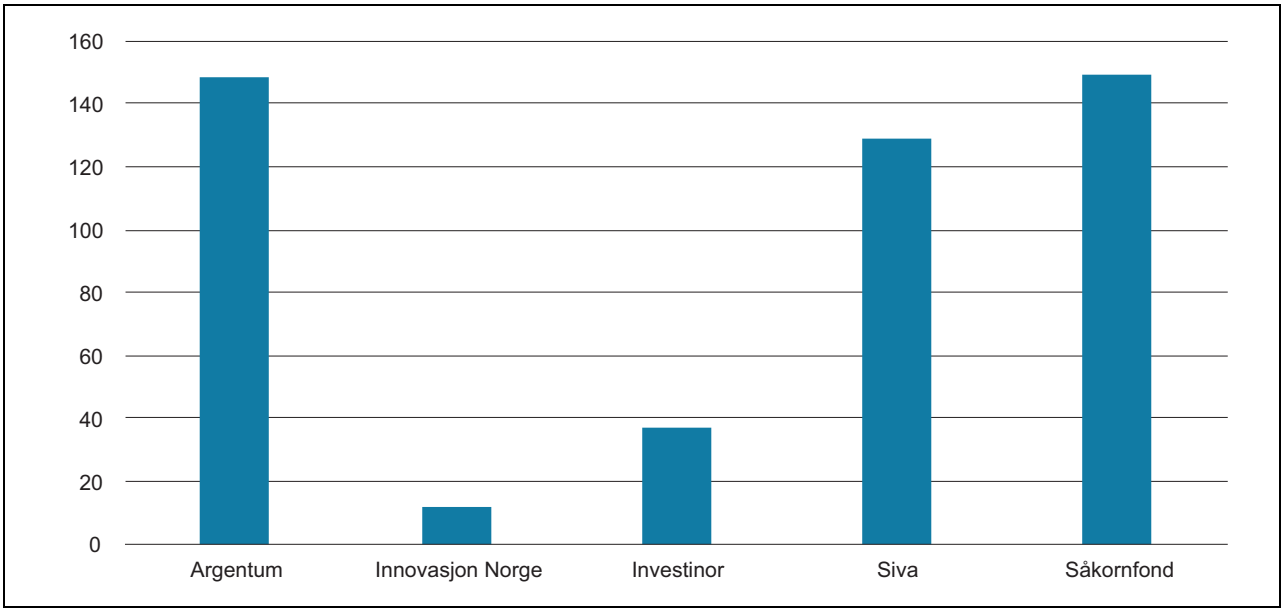
Figur 7.14 viser omfanget av eierskap, målt ved antall eierforhold og kategorisert etter eierselskap (eksklusiv TTO-systemet). Det er Argentum og Investinor som er de store aktørene. Alle mottakerne av eierkapital her er norske aksjeselskaper som er registrert i Brønnøysundregistrene.

I tillegg har myndighetene noe eierskap gjennom Innovasjon Norge og Siva. Med hensyn til Siva er det et indirekte eierskap av foretak gjennom investeringsfond med videre knyttet til næringshager og andre eierforhold, og fremstår ikke som aktivt eller stort. Eierskapet som ligger i Innovasjon Norge har også spesiell bakgrunn, og er lite.

Riksrevisjonen tar i sin kontroll med forvaltningen av statlige selskaper for 2016 opp, at alle selskapene i kategori 3 har en omfattende rapportering til eieren om finansielle resultater og utviklingen i kostnader og inntekter.[11] Etter revisjonens vurdering burde departementene gå lenger i å kreve rapportering fra selskapene, som også synliggjør hvordan den forretningsmessige virksomheten bidrar til å ivareta de samfunnsmessige effektene som legges til grunn for det statlige eierskapet.

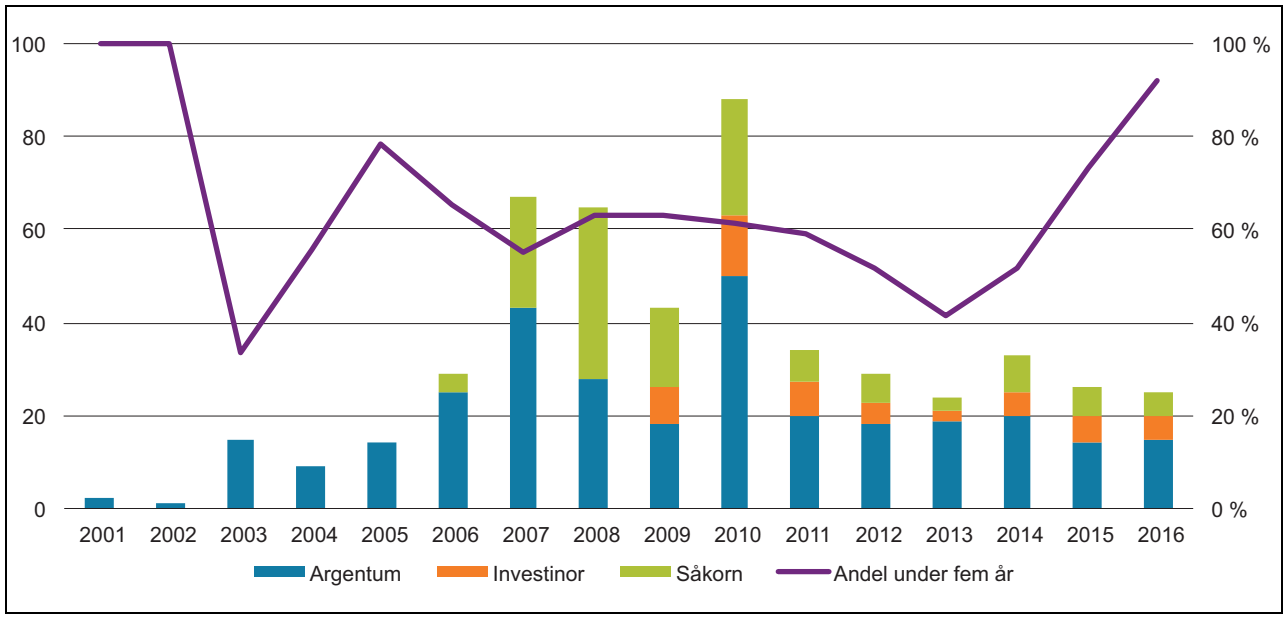
Denne vurdering bygger på at en mer systematisk og tydelig rapportering om selskapenes samfunnsmessige effekter vil være nyttig for at staten skal kunne vurdere om selskapenes virksomhet ivaretar den samfunnsmessige begrunnelsen for eierskapet. Utfyllende informasjon om selskapenes samfunnsmessige effekter vil også være nyttig for departementene som strategiske og utfordrende eiere, i tråd med forventningene i eierskapsmeldingen. Informasjon om samfunnsmessige effekter kan være relevant i eierens vurdering av selskapenes innretning, eller i en vurde-

[11] Riksrevisjonen (2017) Dokument 3:2 (2017–2018) Riksrevisjonens kontroll med forvaltningen av statlige selskaper for 2016.



Figur 7.14 Antall del- og heleide foretak fordelt etter hvilken offentlig aktør som forvalter egenkapitalen. 2016.

Kilde: Nærings- og fiskeridepartementet



Figur 7.15 Antall nyinvesteringer fordelt på aktør (v.a.) og andelen i prosent av disse som går til selskaper under fem år (h.a.). 2001 – 2016.

Kilde: Nærings- og fiskeridepartementet

ring av om andre virkemidler enn statlig eierskap er best egnet for å oppnå det staten ønsker. For ensidig oppmerksomhet fra eier på selskapenes finansielle resultater og avkastning kan, etter Riksrevisjonens mening, gjøre det vanskelig å vurdere om selskapenes virksomhet bidrar til de ønskede samfunnsmessige effektene.

7.3.2 Offentlige investeringer i unge selskaper

De offentlige aktørene Argentum, Investinor og de ulike såkornfondene er i stor grad etablert etter århundreskiftet. Disse selskapene har ulike investeringsmodeller. I bunnen for investeringsmodellen ligger likevel helt eller delvis eierskap i enkeltforetak, innenfor fondets portefølje eller gjennom porteføljene i de fondene som aktøren er deleier i. Disse enkeltforetakene kan være registrert i Norge eller i andre land. Figur 7.15 kartlegger alder på foretak som er hel- eller deleid av de offentlige aktørene og som er registrert som norske i Brønnøysundregistrene.

Av alle nyinvesteringer fremstår det som at nyetablerte foretak utgjorde et stort antall i perioden etter finansuroen (2007–2010). Det har likevel vært stabilt siden 2011. Dersom perspektivet heves fra antall til andel av fondenes investeringer, har imidlertid utviklingen vært ulik. Disse selskapene har utgjort en hoveddel av nyinvesteringene gjennom de siste årene.

Figur 7.15 viser antall investeringer totalt og andel av disse investeringene som er foretatt i unge foretak av disse aktørene. Unge foretak er definert som foretak som er yngre enn fem år. Etter 2013 har andelen som aktørene investerer i unge foretak, økt klart. Den kan nå sies å være dominerende, selv om det er i samspill med fallende antall investeringer totalt. De offentlige aktørene har dermed blitt viktigere finansiører av unge foretak de siste årene. Det må understrekes at disse selskapene i begrenset grad deltar under nyetablering, men at de kommer inn som deleiere på et tidlig tidspunkt.

7.3.3 Nærmere om investeringsselskapene

I dag er Argentum og Investinor operative, mens Fornybar AS under opprettelse.

Argentum ble etablert i 2001

Argentum Fondsinvesteringer AS er statens investeringsselskap for investeringer i aktive eierfond, såkalt private equity. Selskapet, som ble etablert i 2001, er lokalisert i Bergen og heleid av staten. Det ble etablert for å forvalte statens investeringer i aktive eierfond med mål om konkurransedyktig avkastning og et mer velfungerende kapitalmarked for unoterte selskaper. Selskapet har utviklet seg til et spesialisert kapitalforvaltnings-

foretak rettet mot aktive eierfond i Norge og Nord-Europa, samt energisektoren internasjonalt.

I eierskapsmeldingen slås det fast at Argentum skal drives på forretningsmessig grunnlag og med sikte på å levere konkurransemessig avkastning. Selskapet er definert som et kategori 3-selskap, jf. omtalen av offentlig eierskap i kapittel 4.3. Eierskapsmeldingen presiserer at statens mål med eierskapet ivaretas gjennom at staten er eier i selskapet og ikke ved særskilte føringer fra eieren om selskapets operative virksomhet.

Investeringsmodellen er basert på fond-i-fond-prinsippet, hvor selskapet kommiterer kapital til private fondsaktører som i hovedsak reiser kapital i de internasjonale kapitalmarkedene. Normalt vil Argentum ha en minoritetsandel i fondet, ofte mellom 5 og 10 prosent av fondets kapital. Figur 7.16 viser den geografiske fordelingen av netto kommittert kapital etter forvalter. Frem til 2012 var den fordelt på norske og nordiske forvaltere, og fra 2013 har en andel også vært plassert av forvaltere i resten av verden. I forhold til den samlede kapitalen er denne andelen likevel liten.

Argentum gir på sine nettsider omfattende oversikt over sine investeringer og øvrige aktiviteter. Dette inkluderer:

- For å utvikle bransjen etablerte Argentum sammen med NHH og aktører i private equity-bransjen Argentum Centre for Private Equity. Dette forskningssenteret har blant annet utviklet datatilgangen på feltet, med utgangspunkt i Argentums databaser.
- Argentum holder jevnlig Argentum-konferansen der akademikere drøfter bransjeproblemstillinger med aktører i private equity-bransjen. Styret har satt et mål om å utvikle nye forvaltere av aktive eierfond, etablert et Argentum har et Emerging Manager Program for dette.
- Et eget datterselskap, Argentum Asset Management, forvalter investeringer også for private investorer. Dette innebærer at andre investorer kan investere indirekte i de fondene Argentum er medfinansiør av.

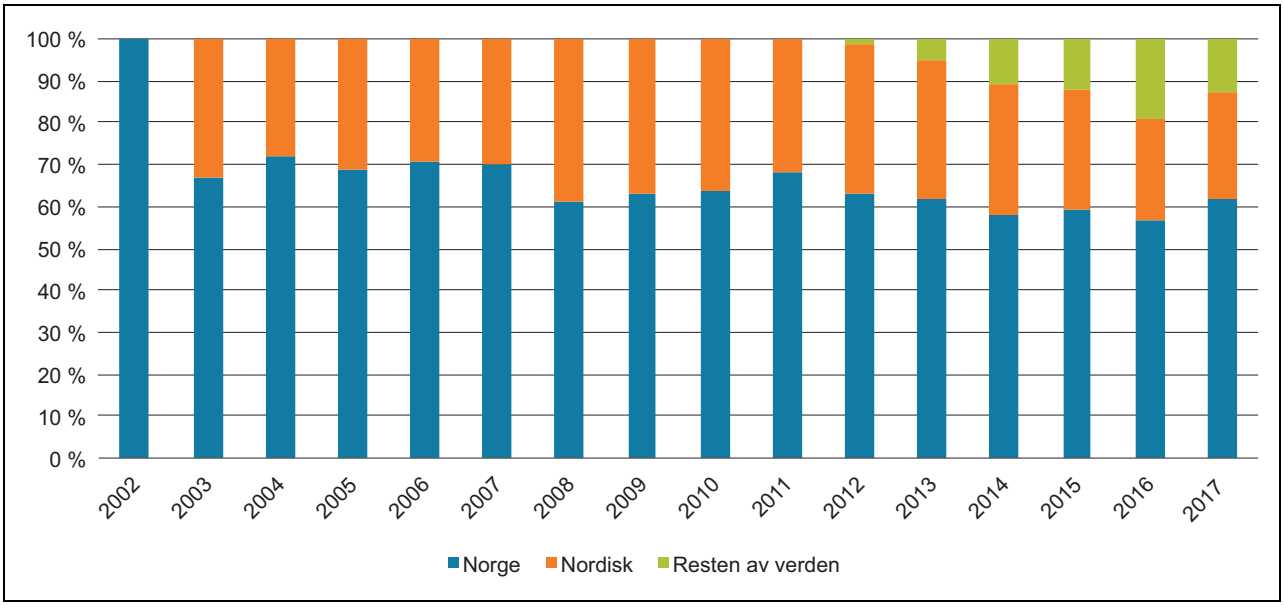
Det ble redegjort for avkastningen i Argentum i Statens eierberetning 2016.[12] Avkastningen på selskapets investeringsportefølje i aktive eierfond utgjorde årlig 14,1 prosent, målt siden oppstart i 2001 ved utgangen av 2016. Netto avkastning etter Argentums egne kostnader er gjennomsnittlig 12,4 prosent i samme periode. Avkastningen per 30. juni 2017 er om lag 14,7 prosent brutto i gjennomsnitt per år siden oppstarten.

Per 30. juni 2017 er selskapets kapital 8,2 milliarder kroner. Argentum bidro med utbytte på 800 millioner kroner for året 2016, og for femårsperioden 2012–2016 bidro selskapet med 2 499 millioner kroner i utbytte til staten.

Investinor fulgte etter i 2008

Investinor er et landsdekkende investeringsselskap som er heleid av staten. Det ligger i Trondheim og ble opprettet i 2008. Ifølge mandatet skal selskapet bidra til økt verdiskaping ved å inves-

[12] Nærings- og fiskeridepartementet. (2017). *Statens eierberetning 2016*, s. 64.



Figur 7.16 Argentum. Fordeling av kommittert kapital etter forvalters hjemland. 2002–2017.[1]

Kilde: Argentum

tere risikokapital og utøve aktivt eierskap i internasjonalt orienterte og konkurransedyktige bedrifter i den tidlige vekst- og ekspansjonsfasen.

Investinor hadde gjennom de første driftsårene svake resultater, og hadde ved utgangen av tredje kvartal 2017 et akkumulert tap på investeringsvirksomheten på totalt 482 millioner kr siden etableringen. Samtidig er akkumulert avkastning på finansporteføljen, det vil si plasseringer i obligasjoner og sertifikater i påvente av investering i porteføljeselskaper, på 556 millioner kroner.

Investinor har i dag en forvaltningskapital på 4,2 milliarder kroner, hvor 500 millioner kroner øremerket investeringer i marin næringsvirksomhet og 500 millioner kroner er øremerket investeringer i norsk skogindustri. Av kapitalen er 1,25 milliarder kroner ikke overført til Investinor, og står på konto i Norges Bank, per utgangen av tredje kvartal 2017. Disse midlene overføres gradvis til selskapet etter hvert som selskapet har behov for dem til investeringer.

Tall fra NVCA viser at Investinor har stått for om lag en tredel av den venturekapital deres medlemmer har tilført norske selskaper i perioden etter at Investinor ble etablert. Når det gjelder øremerkingen til marine investeringer, er andelen på om lag to tredjedeler av denne anvendt. Når det gjelder øremerkingen til skog- og trenæringene, er det også åpnet for investeringer i modne, unoterte bedrifter. Den første investeringen er gjennomført.

I s*tatsbudsjettet for 2017* ble det foreslått at Investinors virksomhet skulle endres. Regjeringen foreslo følgende behandling av Investinors virksomhet:

> «Eksisterende mandat foreslås lukket for nyinvesteringer og forvaltet slik at statens verdier ivaretas best mulig, dvs. høyest mulig avkastning. Dette innebærer et behov for at selskapet beholder en reserve på ca. 600 millioner kroner av den bevilgede kapitalen. Tilførsel av likviditet og utbetaling av utbytte følges opp som øvrige kommersielle eierskap, men med en forutsetning om at eierskapet i porteføljebedriftene skal avvikles over tid. 500 millioner kroner følger skogmandatet. Dette inkluderer driftskostnader og allerede investerte midler innenfor dette mandatet.»

Dagens mandat ble foreslått lukket for nyinvesteringer, men Investinor vil fremdeles ha en betydelig aktivitet knyttet til å følge opp dagens portefølje. Investeringene skal likevel dreies fra direkte investeringer i enkeltbedrifter til medinvesteringer med såkalte forretningsengler, grupper av forretningsengler og investeringer i fond i tidlig fase. Investinor kan også investere der det utløses kapitalvirkemidler fra EU.

I stortingsbehandlingen av statsbudsjettet for 2017 ble det valgt å videreføre dagens mandat og nivået på Investinors investeringskapital frem til det er gjort en helhetlig gjennomgang av tilgangen til venturekapital, både offentlig og privat, i Norge. Utover dette ba næringskomiteen regjeringen komme tilbake til Stortinget med en helhetlig gjennomgang og vurdering av Investinors mandat og rolle.

Fornybar AS er under opprettelse

Stortinget ba om en utredning av et nytt investeringsselskap med arbeidsnavn «Fornybar AS» i desember 2015, og det ble etterhvert konkret varslet opprettelse og bevilget 25 millioner kroner knyttet til oppstart og etablering av selskapet i 2017. Det tas sikte på at selskapet vil være operativt i løpet av 2018.

Det nye investeringsselskapet har som formål å bidra til reduserte klimagassutslipp gjennom investeringer som direkte eller indirekte bidrar til dette. Regjeringen er opptatt av at «Fornybar AS» skal være et virkemiddel som bidrar til reduserte klimagassutslipp og at selskapet ikke skal fortrenge privat kapital. Da er det nødvendig at selskapet gis anledning til å ta risiko og på den måten utløse investeringer som ellers ikke ville blitt gjennomført. Selskapet skal primært investere i faser hvor det kan tenkes å være markedssvikt og hvor det kan være vanskelig å skaffe kapital for enkelte aktører.

I Statsbudsjettet for 2018 ble det vedtatt at selskapet får en samlet ramme på 400 millioner kroner til investeringsaktivitet i 2018. Bevilgningen bestod av til sammen 200 millioner kroner som kan tilføres selskapet (hvorav 70 millioner kroner bevilges som risikokapital og 130 millioner kroner bevilges som kapitalinnskudd). I tillegg foreslås en fullmakt til å forplikte fremtidige investeringer innenfor en ramme på 200 millioner kroner.

Rammene forutsettes å gi selskapet tilstrekkelig kapital til drift og investeringer i oppstarten. Regjeringen vil foreslå opptrapping av bevilgningene til selskapet i lys av virksomheten og investeringsmuligheter selskapet står overfor.

7.3.4 Ulike generasjoner av såkornfond

Det er bevilget offentlige midler til flere generasjoner av såkornfond i perioden 1997–2015. Fondene blir nå utformet som aksjeselskaper hvor ulike private investorer er eiere, og staten bidrar med deler av fondskapitalen. Fondene forvaltes av de private eierne (forvaltermiljøer) ved at det er de som velger foretak for investering, enten alene eller sammen med ytterlige investorer. I dag får de private eierne en noe høyere andel av selskapets aksjer enn deres andel av selskapets kapital tilsier. De etterfølgende bølgene av offentlig finansierte såkornfond er beskrevet i boks 7.2.

Målet for et såkornfond, som for andre investeringsfond, er at virksomheten etter investeringsperioden kan selges til nye eiere med gevinst over børs, i det unoterte markedet eller til industrielle eiere. Det betyr også at resultatene etter korte tidsperioder, som ett til tre år, ikke er noe godt grunnlag for å vurdere måloppnåelsen i fondet. Erfaringene med de fondene som har gått ut sitt livsløp, viser imidlertid så langt at staten må forvente betydelige tap på såkornfond.

Riksrevisjonens gjennomgang i 2016 av de første generasjonene såkornfond viser at staten tapte stort på fondene som ble opprettet i slutten av 1990-årene.[13] I den første generasjonen, der eierskapet er avsluttet og de gjenværende foretakene solgt til nye eiere, finner Riksrevisjonen at myndighetene bare har fått igjen rundt 17 prosent av de investerte midlene (i løpende priser).

Dette indikerer at det ikke er opprettet levedyktige virksomheter på basis av de første fondene. Blant fondene som ble opprettet i midten av 2000-årene, er det også fond som ennå ikke har solgt eierandeler med gevinst. De nyere fondene er for unge til å vurderes ennå, og de har også et noe friere mandat enn den første generasjonen såkornfond.

Erfaringene fra de disse fondene så langt er altså ikke gode, målt etter finansiell avkastning på den investerte kapitalen. Dette må blant annet ses på bakgrunn av at etablering av statlige såkornfond på dette tidspunkt var et forholdsvis nytt fenomen og et resultat av en økende erkjennelse både i Norge og internasjonalt av behovet for å prøve å etablere kompetente statlige miljøer med tilgjengelig kapital for å finne og utvikle blant annet teknologiske nyvinninger med antatt stort kommersielt potensial som markedet har oversett.

[13] Dokument 3:8 (2015–2016) *Riksrevisjonens undersøkelse av såkornfondenes resultater*.

7.3.5 Kapitalvirkemidler i annen kontekst

Figur 7.15 viser også at Argentums indirekte bidrag til antall nyinvesteringer i unge selskaper har vært stabilt de siste seks årene. Norske porteføljeselskaper eid av fond hvor Argentum har plassert penger, har i perioden 2002 til 2014 skapt 26 000 arbeidsplasser gjennom organisk vekst.[14]

Bedriftene som myndighetene investerer i gjennom disse institusjonene, vil være av ulik type og ha ulik bruk av det øvrige virkemiddelapparatet. Tabell 7.2 viser hvilke andeler av norske bedrifter som er eid gjennom disse selskapene og fondene, som ikke har brukt noen ordninger i perioden 2000–2016. Der går det frem at Argentum-bedriftene fremhever seg som lite aktive i bruken av det øvrige virkemiddelapparatet. Om lag 46 prosent av bedriftene har bare mottatt egenkapital fra Argentum. Andelene er henholdsvis 12 prosent for Investinor-eide bedrifter og 20 prosent blant de øvrige såkornvirksomhetene. Bruken av det øvrige virkemiddelapparatet viser i hvilken grad porteføljebedriftene er integrert i det norske forsknings- og innovasjonssystemet.

OECD gjennomførte og presenterte i 2015 en gjennomgang av offentlige fondskonstruksjoner i medlemslandene, jf. tabell 7.2. Det var mange land som hadde etablert slike fondskonstruksjoner før finanskrisen, men økningen har også vært stor i årene etter krisen. Denne økningen består både i økning av bruken av slike fondskonstruksjoner der de allerede eksisterte, og ved at flere medlemsland enn før har tatt dem i bruk. Myndighetene i de fleste OECD-landene har i dag etablert investeringsfond rettet mot tidligfinansieringsmarkedet.

Disse fondene varierer, både med hensyn til de bedriftene de investerer i, og med hensyn til organiseringsmåte. Når det gjelder organiseringsformen for slike fond, har man tradisjonelt lagt vekt på etablering av en ny og selvstendig organisasjon som får tilført en startkapital, eventuelt etterfylt mer kapital etter som tiden går. Spørsmål om hensiktsmessigheten og insentivstrukturen i slike konstruksjoner har ført til at også andre fondskonstruksjoner er tatt i bruk. Dette inkluderer opprettelse av organisasjoner som investerer i eller sammen med andre fond, eller ved å skyte inn midler i eksisterende private fond uten å opprette en egen organisasjon.

Det er særlig fondskonstruksjoner med saminvesteringer (*co-investment*) med private fond og kapitaltilskudd i private fond som har økt i utbre-

[14] Jf. omtale i Finansavisen 16. april 2016.

delse, jf. tabell 7.3. Det innebærer samtidig et skifte bort fra egne, offentlige organisasjoner for finansiering av unge innovative foretak, og til en større bruk av saminvestering og markedsløsninger med vektlegging av investeringsinsentiver. Dette er den samme utviklingen som har funnet sted i Norge.

7.3.6 Eierskap gjennom universiteter og høyskoler

Myndighetene eier også andeler i en rekke foretak som springer ut av universiteter og høyskoler. Tidligere hadde ansatte i universitets- og høyskolesektoren selv rettighetene til å utnytte sine oppfinnelser, i motsetning til privat ansatte der

Boks 7.2 Nærmere om såkornfondene

De etterfølgende generasjonene såkornfond er ulike, men de har også en rekke fellestrekk. Når det gjelder de siste generasjonene såkornfond, har Nærings- og fiskeridepartementet hatt det utførende ansvaret. Departementet har gitt oppdrag til Innovasjon Norge om den praktiske utlysningen og etablering av de nødvendige avtaler med private investorer.

I 1998 ble det opprettet et landsdekkende såkornfond (START-fondet) og fire regionale fond som dekket henholdsvis Sørlandet, Vestlandet, Midt-Norge og Nord-Norge. Fondene ble avviklet senest 2013.

Senere er det opprettet distriktsrettede såkornordninger fra 2006. Det langsiktige målet ble formulert som å tilføre kunnskapsbedrifter med stort vekstpotensial lokalisert i næringssvake områder en blanding av tålmodig egenkapital og relevant kompetanse. Disse har i dag tilgjengelig kapital til bare et fåtall nyinvesteringer, og den resterende kapitalen i de fleste fondene er reservert for oppfølgingsinvesteringer i allerede investerte selskaper. Gjenværende fond er:

- Fjord Invest SørVest, Førde (Agder, Rogaland, Hordaland og Sogn og Fjordane)
- Midvest I og Midvest II, Namsos (Møre og Romsdal og Trøndelag)
- KapNord Fond, Bodø (Nord-Norge)
- Norinnova Invest, Tromsø (Nord-Norge)

Fra 2006 ble det opprettet en ny landsdekkende såkornordning. Det langsiktige målet var å bidra til økt tilgang på kompetent kapital og kompetanse for å støtte etablering av innovative, konkurransedyktige vekstforetak. Disse fondene investerer i prosjekter over hele landet. Fondene er nå i en fase hvor de kun foretar oppfølgingsinvesteringer. Fondene er:

- Alliance Venture Polaris, Oslo med fokus på IKT
- SåkorninVest II, Stavanger med fokus på olje/gass og fornybar energi
- Sarsia Seed, Bergen med fokus på bioteknologi/farma/marin og energi, olje/gass og fornybar energi
- ProVenture Seed, Trondheim med fokus på olje/gass, IKT og materialer/prosessteknologi

Den siste bølgen av fond har fulgt etter bevilgningen av midler til statlig deltakelse i nye fond i Revidert nasjonalbudsjett 2012. Dette er en egenkapitalfinansiert landsdekkende såkornkapitalordning. Fondene skal investere i såkorn- og oppstartsfasene, med mulighet for at investerte midler også kan brukes til internasjonaliserings- og omstillingsprosesser i bedriftene. De opprettede fondene er:

- Sarsia Seed II, Bergen med fokus på livsvitenskap og energi
- Skagerak Maturo Seed Kristiansand med fokus på industriell digitalisering og mekatronikk
- Alliance Venture Spring, Oslo med fokus på IKT
- ProVenture Seed II, Trondheim med fokus på olje/gass

Fondene opprettes gradvis, blant annet etter hvert som det reises privat kapital. Staten deltar med inntil 250 millioner kroner i egenkapital og private investorer med tilsvarende beløp i hvert av fondene. Disse fondene er konstruert ved at staten skyter midler, inkludert et støtteelement, til private fond. Etter at støtteelementet er trukket fra, vil staten sitte igjen med 42,5 prosent eierskap i fondene. Den konkrete utformingen er avhengig av forhandlinger med de private samarbeidspartene.

arbeidsgiveren har retten til funn og metoder som de ansatte utvikler i arbeidstiden. Etter opphevelsen av dette såkalte lærerunntaket i 2003, er den enkeltes insentiver til å kommersialisere et funn svekket, ved at arbeidsgiveren nå har krav på en del av gevinsten.

Institusjonene i universitets- og høyskolesektoren ble samtidig pålagt å ta et større ansvar for kommersialiseringen, blant annet gjennom å etablere teknologioverføringskontorer (TTO) for å ta sin del av finansieringen. På drøye 10 år har de fem største universitetene etablert TTO-er som samarbeider med andre lokale aktører. Særlig de siste to årene har det vært en sterk vekst i antall bedrifter som er etablert av universitets- og høyskolesektoren ved hjelp av disse TTO-ene.

Det er imidlertid store variasjoner mellom de ulike fagmiljøene og hvordan de forholder seg til kommersialisering, og det er i mange tilfeller vanskelig for TTO-ene å komme i inngrep med forskerne. Ifølge produktivitetskommisjonen har alle TTO-ene potensial til å gjøre mer, til dels betydelig mer, men dette hindres av forhold som blant annet at insentivstrukturen ved institusjonene, med fokus på publisert forskning, ikke fremmer entreprenørskap. Spilling (2013) har en relativt positiv gjennomgang av TTO-systemet, og til tross for et skuffende første tiår for disse institusjonene forventer han bedring på sikt. I Hvide (2014) vises det derimot blant annet til at akademisk ansattes deltakelse i næringsvirksomhet har falt etter opphevingen av lærerunntaket, altså motsatt av tilsiktet effekt. På samme måte har akademisk ansattes deltakelse i patentsøknader og etablering av andre kunnskapsverdier falt. Samtidig viser Spillings fremstilling og rapporteringen fra TTO-fondene at de ikke har generert inntekter for eierne i noe omfang.

7.3.7 Utvalgets vurderinger av det offentlige engasjementet i tidligfinansieringsmarkedet

Staten bør i særlig grad arbeide for å sikre tilgangen på langsiktig kompetent kapital og kompetente eiermiljøer til lovende oppstartsselskaper og selskaper i tidligfase. Disse miljøene, som investerer med lang horisont gjennom hele syklusen, må omfatte både kompetente private investorer og fond. Staten har en spesielt viktig rolle i å sikre at det er tilgang til kapital til lovende selskaper i den tidlige fasen, uavhengig av svingningene i økonomien.

Utvalget vil påpeke noen overordnede forhold rundt offentlige kapitalvirkemidler:

– Det offentlige engasjementet i kapitalmarkedet bør konsentreres om områder der det kan

Tabell 7.2 Antall porteføljebedrifter og andel uten bruk av finansieringsordninger

Institusjoner	Antall bedrifter eid, hele perioden, 2000–2016	Andel uten bruk av andre ordninger
Argentum	263	46 pst.
Investinor	52	12 pst.
Såkornvirksomheter	301	20 pst.

Kilde: Nærings- og fiskeridepartementet

Tabell 7.3 Utbredelsen av offentlige fondskonstruksjoner for finansiering av unge innovative foretak

Type	Antall OECD-land med denne fondstypen	Endring de siste fem årene
Offentlige organiserte fond	14	økt i 7 land nye i 3 land
Kapitalinnskudd i eksisterende fond *(fond-i-fond)*	21	økt i 8 land nye i 8 land
Offentlige organiserte fond som saminvesterer med private fond	21	økt i 11 land nye i 6 land

Kilde: Wilson, K.E. (2015), «Policy lessons from Financing Innovative Firms», OECD STI Policy Papers No. 24, 2015

være markedssvikt, som fører til underinvestering fra private kapitalkilder.
- Statlige kapitalvirkemidler bør supplere, ikke erstatte, det private kapitalmarkedet.
- De statlige kapitalvirkemidlene bør utformes på en måte som bidrar til å stimulere det private kapitalmarkedet og mobilisere privat kapital, ikke fortrenge den. Privat kapital bør ha majoritet i selskapene eller fondene det investeres i.
- Ved investeringer via fond-i-fond-modeller vil statlige midler også stimulere etablering og utvikling av flere private investeringsmiljøer som forvalter av de underliggende fondene og trekke privat kapital inn til venturefondene.
- For statlige investeringsselskap må forretningsmessig drift og verdiskapingsmål være hovedregelen, ellers vil de ikke være troverdige aktører i markedet og heller ikke utvikle markedene på ønsket måte. Dette innebærer også at de tilbyr konkurransedyktig kompensasjon, slik at de tiltrekker seg riktig kompetanse.
- Det er krevende å bygge opp gode kompetansemiljøer knyttet til investeringer, kapitalmarkeder og nyskaping i offentlig regi. Dette gjelder særlig miljøer som skal forvalte investeringer med langsiktig tidshorisont og mobilisere privat kapital. Utvalget mener derfor at man i utgangspunktet må vurdere å legge nye oppgaver til de eksisterende kompetansemiljøene fremfor å opprette nye institusjoner med nye miljøer.
- Statlige investeringsmiljøer må, om de skal operere i separate strukturer, i størst mulig grad organiseres med tanke på kostnadseffektivitet og samarbeid på aktuelle områder.
- Utvalget ser det som positivt med profesjonelle investeringsmiljøer i de store regionbyene, i tillegg til den kompetanse som er bygget opp i hovedstaden. Dette gir større mangfold, bidrar til å utvikle regionale kompetanseklynger og gir nærhet til universitetsmiljøene.

Nytt venture fond-i-fond mandat

Basert på gjennomgangen foran er det utvalgets vurdering at tilfanget av langsiktig egenkapital til lovende tidligfaseselskaper er mangelfullt. Dette er selskaper som både trenger risikokapital og i særlig grad relevant kompetanse fra eierne. Utvalgets vurdering er at for å stimulere til oppbyggingen av slike norske eiermiljøer, men også for å tilføre kapital direkte, og stimulere privat kapital, bør det opprettes et nytt, statlig finansiert venturekapitalmandat med fond-i-fond-struktur. Mandatet bør være fleksibelt når det gjelder både venturefasen, tidligere utviklingsfaser, og bør bidra til utvikling av nye effektive investeringsmodeller sammen med private investorer, som matching- og hybridmodeller. Det er likevel viktig å ta hensyn til prinsippet om at et privat forvaltningsmiljø skal stå mellom staten og det enkelte selskap det investeres i.

En statlig satsing vil kunne gi addisjonalitet og bidra til å sikre tilstrekkelig kapitaltilgang og langsiktig kompetent eieroppfølging til nye vekstbedrifter. Utformingen, forvaltningen og omfanget av dette må utredes nærmere, ut fra de prinsipielle hensynene ovenfor, samt målet om å bidra til skalering av virksomheter med en risiko og mulighetsprofil som gjør at de har potensial til å bli viktige selskaper i den norske økonomien. Utvalget vurderer det slik at svake resultater innen venturekapitalområdet også kan skyldes manglende tilgang på gode prosjekter og at det er få aktive eierfond med kompetanse til å utvikle prosjektene – og at økt mobilisering av private eiermiljøer vil øke tilfanget og kunne øke avkastningen i tidligfase.

En konkretisering av satsingen innebærer blant annet at et nytt mandat må utarbeides og en forvalter med mer må velges. Utvalget antar at Investinor vil være den naturlige institusjonen for dette. Av kapitalen i Investinor er 1,25 milliarder kroner ikke overført til selskapet, jf. omtale over, og beløpet står på konto i Norges Bank. Av disse midlene bør 1 milliarder kroner gradvis overføres, over tre år, til selskapet under det nye mandatet for å anvendes til fond-i-fond-investeringer.

Utvalgets anbefalinger

- Det bør opprettes et nytt, statlig finansiert venturekapitalmandat med fond-i-fond-struktur med kapital i størrelsesorden 1 milliarder kroner. Mandatet bør være fleksibelt når det gjelder venturefasen og tidligere utviklingsfaser. Det bør også bidra til utvikling av nye investeringsmodeller sammen med private investorer, som for eksempel matching- og hybridmodeller. Det er likevel viktig å ta hensyn til prinsippet om at et privat forvaltningsmiljø skal stå mellom staten og det enkelte selskap det investeres i. Mandatet bør gi addisjonalitet gjennom kapital og kompetanse utover dagens offentlige og private venturekapitalfond og forvaltere.
- Utvalget anbefaler at dette mandatet legges til Investinor.

– Dersom det ikke lar seg gjøre å få på plass det foreslåtte nye venture fond-i-fond mandatet, vil det være naturlig å gjøre en ny vurdering av alternative løsninger innenfor øvrige aktører.

Offentlig finansierte såkornfond

Såkornordningenes overordnede mål er å få frem nye vekstbedrifter. De statlige såkornordningene har over de siste ti-årene supplert private kilder i finansieringen av oppstartsbedrifter. Den finansielle avkastningen i de første bølgene av såkornordningene har så langt vært begrenset. Utvalget har merket seg Riksrevisjonens gjennomgang av de første generasjonene såkornfond og mener at anbefalingene som følger av den, fortsatt utgjør en god utviklingsstrategi. Det innebærer at myndighetene bør følge opp resultatene i såkornordningene bedre, blant annet ved å:

– definere hva som regnes som gode resultater, med klar kobling til såkornordningens overordnede mål om å få frem nye vekstbedrifter.
– sørge for en rapportering fra forvalteren av ordningene (nå Innovasjon Norge) som bedre får frem såkornfondenes løpende resultater, og som kan brukes til evaluering, læring og forbedring.

Etter utvalgets oppfatning er det manglende tilgang på langsiktig finansiering til potensielle vekstbedrifter i tidlig fase, og såkornfondene kan spille en viktig rolle for å sikre kritisk finansiering som kan legge grunnlaget for en etablering, som igjen kan utløse fremtidige finansieringsrunder fra andre private kilder.

Etablering av nye såkornfond er avhengig av stortingsvedtak. Det har vært stor usikkerhet knyttet til vedtak og iverksetting av nye mandater, inkludert seleksjon av forvaltere, og mange forvaltere har lidd under lange perioder med stor usikkerhet. Utvalget anbefaler at tilgangen til nye fond, og derfor investeringer i enkeltselskaper, i fremtiden i større grad jevnes ut over tid og gjøres mer forutsigbar. Såkornfondene bør også i størst mulig grad få nasjonale og fleksible mandater for å sikre en tilfredsstillende kvalitet på de virksomhetene fondene investerer i.

Det bør også legges til rette for en mer systematisk oppfølging av såkornfondsforvalterne for å sikre kvalitet, en profesjonell oppfølging av porteføljevirksomhetene og kompetanseoverføring mellom forvaltningsmiljøene. Etter utvalgets oppfatning bør denne oppgaven overføres fra Innovasjon Norge og legges til et eksisterende og kompetent kapitalforvaltningsmiljø.

Nærmere om Argentum

Utvalget anerkjenner at Argentum har vært og er viktig for utviklingen av private equity-markedet i Norge, og at den oppnådde investeringsavkastningen har vært stabilt god. Fra et kapitaltilgangsperspektiv er det positivt at Argentum bidrar med kapital til unoterte selskaper både gjennom buyout og venturekapital. Argentum fremstår i dag primært som en kapitalforvalter av statens formue med vekt på nordisk private equity. I fremtiden er det ikke like opplagt at private equity-mandatet, som er forvaltet under markedsinvestorprinsippet, bør regnes som en del av virkemiddelapparatet, gitt at det private markedet her ser ut til å fungere godt.

Etter utvalgets oppfatning er det behov for flere kompetente forvaltermiljø i venturefasen og tidlig fase. Argentum har bidratt til dette innenfor sitt mandat, men det anses likevel å være behov for flere aktive fond-i-fond-investorer, og en økt kapitaltilgang til forvaltere som fokuserer på venturefasen. Utvalget foreslår derfor at det etableres et nytt norsk investeringsmandat som gjennom fond-i-fond-strukturer skal bidra til flere venturekapitalfond og dermed gi grunnlag for flere aktive forvaltningsmiljøer, jf. omtalen over av nytt venture fond-i-fond mandat.

Nærmere om Investinor

Investinor er den eneste statlige aktøren i Norge som foretar direkte ventureinvesteringer. Det å opptre som en profesjonell langsiktig investor i unoterte bedrifter er i seg selv krevende, og i enda større grad for en offentlig virksomhet. Utvalget oppfatter at Investinors mandat og rammevilkår har vært særlig krevende, blant annet som følge av politiske føringer som har grepet inn i forvaltningen av investeringsmandatet, og fordi det politisk er blitt skapt usikkerhet om selskapets plass i markedet fremover. Svake resultater den første perioden må også sees i lys av dette.

Utvalget mener at Investinors direkte investeringsmandat kan kombineres med et statlig fond-i-fond-venturemandat, noe utvalget ser et klart behov for. Utvalget foreslår derfor at det etableres et nytt norsk investeringsmandat. Dette skal gjennom fond-i-fond-strukturer bidra til flere venturekapitalfond og dermed til grunnlag for flere aktive forvaltningsmiljøer.

Etablering av et fond-i-fond-mandat vil ta tid, og det er således å anbefale at Investinor også opprettholder sin direkte investeringsvirksomhet. Utvalgets generelle oppfatning om at statlige

ordninger bør være langsiktige og forutsigbare, støtter også et slikt syn.

Det kan også nevnes at Investinors mandat med direkteinvesteringer har historiske paralleller til allokering av statlig kapital også internasjonalt. Imidlertid synes det også å være en trend internasjonalt at statlige ordninger i større grad baseres på fond-i-fond-løsninger fremfor direkte investeringsløsninger.

I lys av argumentasjonen ovenfor vil utvalget anbefale at forvaltningen av såkornordningene overføres fra Innovasjon Norge til Investinor. Det vil være positivt å forvalte disse i et spesialisert investeringsmiljø med organisasjonsmessig avstand til det øvrige virkemiddelapparatet.

Det skal understrekes at for å utvikle denne typen investeringsmiljø må virksomheten organiseres slik at man kan tiltrekke seg, beholde og utvikle nødvendig kompetanse. Ved en dreining mot mer indirekte forvaltningsansvar er det behov for å tilføre Investinor ny kompetanse på området forvalterseleksjon og oppfølging. Når det gjelder eventuelle uheldige politiske føringer, er modellen med fond-i-fond og direkte eierskap basert på markedsinvestorprinsippet forventet å redusere dette.

Utvalgets anbefalinger

- Det bør foretas en dreining av statlige ordninger fra direkte investeringer til fond-i-fond-løsninger for å stimulere utviklingen av investeringsmiljøer og gi addisjonalitet i bruken av offentlige midler.
- For å utnytte eksisterende miljøer gis Investinor ansvaret for å opprette og forvalte et nytt, statlig finansiert, fond-i-fond venturekapitalmandat.
- Investinor kan gjennom et slikt mandat utøve en aktiv rolle i det unoterte egenkapitalmarkedet som en fond-i-fond investor, herunder også bidra til å få etablert nye norske forvaltningsmiljøer innen ulike bransjer.
- Investinor kan også utøve rollen som en aktiv investor i unoterte selskaper gjennom deltakelse i syndikerte strukturer, pre-såkorn fond, og andre nye finansieringsformer hvor en uavhengig forvalter er ansvarlig for løpende oppfølging av investeringsobjektene.
- Forvaltningen av såkornordningene overføres fra Innovasjon Norge til Investinor. Finansieringen av en såkornordningen bør som en del av dette mandatet gjøres forutsigbar og langsiktig. Det vil være positivt å forvalte disse i et spesialisert investeringsmiljø med organisasjonsmessig avstand til resten av virkemiddelapparatet.
- Etter utvalgets vurdering vil det som en del av en slik overføring av oppgaver til Investinor være naturlig at selskapet fremover prioriterer investeringer indirekte gjennom andre forvaltere.

Nærmere om Fornybar AS

Utvalget regner Fornybar AS primært som et klimapolitisk virkemiddel hvor myndighetene har valgt å bruke kapitalmarkedet til å fremme dette formålet. Selskapet skal derfor opptre som investor og foreta både direkteinvesteringer og fond-i-fond-investeringer, og må settes i stand til å gjøre sine investeringer på en mest mulig profesjonell måte. Utvalget vil anbefale at man baserer oppbyggingen av Fornybar AS' organisasjon og organisering på de beste erfaringene fra etablerte miljøer, og at man legger grunnlaget for god evaluering både av avkastning og oppnåelse av klimaeffekter.

Utvalgets anbefaling

- Oppbyggingen av Fornybar AS' organisasjon og organisering bør baseres på de beste erfaringene fra etablerte miljøer, og man bør legge grunnlaget for god evaluering, både av avkastning og oppnåelse av klimaeffekter.

7.3.8 Utvalgets vurderinger av eierskap gjennom universiteter og høyskoler

Utvalget observerer at opphevingen av lærerunntaket for rettighetene til kommersialiserbare ideer ikke ser ut til å ha styrket etableringen av nye selskaper eller gitt større inntekter til universiteter og høyskoler. Det synes heller ikke som at opphevingen har bidratt til vesentlig økt kontakt og utveksling mellom akademia og næringslivet. Det er bekymringsfullt at tiltaket ikke ser ut til å virke etter hensikten.

Utvalgets anbefaling

- Insentivene for ansatte i universitets- og høyskolesystemet til å kommersialisere ideer bør styrkes – for eksempel ved å la ansatte beholde en høyere eierandel i nye selskap. Det bør foretas en gjennomgang av hvordan dette best kan oppnås.

7.4 Andre offentlige virkemidler og kapitalkilder for næringslivet

Det offentlige virkemiddelapparatet, utenom institusjonene som ble diskutert i forrige avsnitt, spiller også en rolle i oppstartsfasen og i den tidlige vekstfasen for nye bedrifter. I tillegg er virkemiddelapparatet viktig for kommersialisering av forskning, gjennom støtteordninger til gründere og gjennom fasilitering av lån, garantier og egenkapital i områder og faser der det private markedet ikke fungerer godt nok.

7.4.1 Rammer for offentlige virkemidler

Norges internasjonale forpliktelser gjennom EØS-avtalen forbyr i utgangspunktet direkte offentlig støtte til næringslivet. I regelverket for statsstøtte til finansiering av bedrifter er det likevel enkelte unntak. Det gjelder blant annet støtte til forskning, utvikling og innovasjon (FoUoI), miljøhensyn, reglene for finansiering av små og mellomstore bedrifter (spesielt oppstartstøtte til unge, innovative bedrifter og investeringsstøtte til små og mellomstore bedrifter og store bedrifter innenfor det distriktspolitiske virkeområdet ved et såkalt gruppeunntak) og forordningen om bagatellmessig støtte.

Når det ikke foreligger slike unntak, og det offentlige opptrer som investor, er prinsippet i statsstøttereglene at myndighetene skal organisere sin virksomhet etter markedsinvestorprinsippet. Dette betyr at investeringsvirksomheten ikke skal inkludere offentlig særbehandling, offentlige fordeler eller subsidier med videre, og at den dermed skal foregå på samme måte som for en privat investor. Da faller den utenfor de forpliktelsene Norge har etter statsstøttereglene. Argentum er et eksempel på at staten benytter markedsinvestorprinsippet.

Formålet med mange av ordningene som omtales i det følgende, er ikke å bidra med kapital som lån til eller eierandeler i foretakene. Dette gjelder for eksempel Skattefunn, der formålet er å senke kostnadene for foretakene, ved å basere utvikling av nye og forbedrede produkter og prosesser på forskning og utvikling. Dette vil bidra til at det blir gjennomført mer forskning og utvikling, at forskningsprosjekter i foretakene kan bli større, og at de kan gjennomføres tidligere enn det ellers ville latt seg gjøre. Begrunnelsen for at det offentlige har innrettet ulike slike støtteordninger knyttet til FoU, er at investeringer i kunnskap skiller seg fra andre investeringer. Kunnskap som først er utviklet, kan gjenbrukes av andre uten at de må legge ned samme grunnlagsinvestering. Dermed har kunnskapsinvesteringer betydning for flere enn dem som foretar dem. En viktig betingelse for at andre skal kunne utnytte slik kunnskap, er at den er tilgjengelig. Derfor er også publisering, samarbeid og andre spredningsmekanismer sentrale i utformingen av disse ordningene.

På oppdrag fra Nærings- og fiskeridepartementet gjennomgikk Statistisk sentralbyrå i 2016 effekten av offentlig støtte til forskning og innovasjon.[15] Undersøkelsen omfattet det meste av støtten som gis, men så ikke på andre tjenester som for eksempel rådgivning og støtte til forskningsinfrastruktur. En av hovedkonklusjonene var at Skattefunn har en positiv effekt på verdiskaping og sysselsetting i virksomhetene som får støtte. Innovasjon Norges støtte til modne virksomheter har også en positiv, men lavere effekt. Statistisk sentralbyrå finner at effekten på verdiskaping og sysselsetting av å støtte nyetablerte virksomheter er liten.

Undersøkelsen viser at virksomheter som får støtte fra én aktør, ofte også får, eller har fått, støtte fra andre aktører. Dersom man ønsker å si noe om effekten av et virkemiddel, vil det ofte være nødvendig å se flere virkemidler i sammenheng. Dette gjøres imidlertid sjelden. I tillegg er det en rekke virkemidler som aldri har vært evaluert. Funnene fra denne gjennomgangen er omtalt i sammenheng med omtale av virkemidlene senere i kapittelet. Det er flere av virkemidlene som omtales i det følgende, som ikke er evaluert eller kun evaluert gjennom smalt anlagte studier.

7.4.2 Nærmere om omfang og forvaltere av bevilgningene

Det er Innovasjon Norge som forvalter de ordningene som samlet når høyest antall virksomheter i næringslivet. Figur 7.17 viser fordelingen på mottakere av støtte fordelt etter virkemiddelaktør. Aktørene deler seg naturlig i to grupper. I tillegg til Innovasjon Norge, er det Norges forskningsråd, Skattefunn og Siva som har klart flest kundeforhold.

Noen av aktørene som utgjør virkemiddelapparatet, har også ansvar for bevilgninger til akademisk forskning. Dette gjelder blant annet støtteordningen Fripro, men det gjelder også prosjekter fra de mer næringsrelevante programmene som ikke er klassifisert som innovasjonsprosjekter

[15] Cappelen, Å. mfl. (2016). *Innovasjons- og verdiskapingseffekter av utvalgte næringspolitiske virkemidler*.

eller kompetanseprosjekter i næringslivet. Disse bevilgningene er ikke inkludert her.

Det er en tendens at de aktørene som når ut til mange, gir relativt små beløp per mottaker både når det gjelder tilskudd og lån. I 2016 var for eksempel det gjennomsnittlige lånebeløpet i Innovasjon Norge på litt under fem millioner kroner og gjennomsnittlig tilskudd på 545 000 kroner. Noen av aktørene som har få kunder eller brukere, kan gi betydelige tilskudd, lån eller garantier. De 14 virksomhetene som fikk lån hos Eksportkreditt, fikk i gjennomsnitt lån på over 700 millioner kroner. Blant de aktørene som gir tilskudd, skiller Horisont 2020, Fiskeri- og havbruksnæringens forskingsfond (FHF)[16] og Enova seg ut som aktører som gir mye tilskudd per virksomhet.

For gründervirksomhet og for foretak som vil finansiere kunnskapsbasert innovasjon, er ordningene som er beskrevet her, aktuelle finansieringskilder. Disse finansieringskildene har økt gjennom de siste årene. Figur 7.18 viser hvordan økningen slår ut i årlig støttebeløp for de store næringsrettede ordningene, det vil si støtte gjennom Innovasjon Norge, Norges forskningsråd og i form av skattefradrag gjennom Skattefunn-ordningen.

Figuren inneholder ikke støtte til forskning i akademiske institusjoner eller til jordbruk, og utgjør dermed en andel av de bevilgningene disse institusjonene forvalter. I 2016 utgjorde støtten til næringslivet om lag to tredjedeler av de samlede

[16] Fiskeri- og havbruksnæringens forskningsfond (FHF) er et offentlig forvaltningsorgan underlagt Nærings- og fiskeridepartementet, finansiert av sjømatnæringen selv gjennom en FoU-avgift på 0,3 prosent av eksportverdien av all norsk sjømat.

Boks 7.3 Offentlige tilskudds- og støtteordninger

Det offentlige tilbyr en rekke støtteordninger til næringsdrivende. Det er ordninger eller programmer som er aktuelle for utvikling av bedrifter, produkter, prosesser, organisering og markeder. En søkbar oversikt er tilgjengelig på Altinn, basert på at næringsdrivende har et gitt formål og klar bransjetilknytning, eventuelt uavhengig av bransje.[1] Før det trekkes inn avgrensninger til slike formål og bransjer, er det om lag 150 ulike ordninger som kan anvendes. Dette spenner fra anbudsgaranti, en garanti som skal gjøre det lettere for norske eksportører å delta i anbudskonkurranser om bistandsfinansierte prosjekter i utviklingsland til virkemidler i Østfold fylkeskommune, som har som hensikt å øke verdiskapingen, konkurransekraften og sysselsettingen i næringslivet i Østfold.

Mange ordninger kan være relevante for mer enn et formål. En hovedinndeling av ordningene kan likevel være (jf. også oversikten på Altinn):

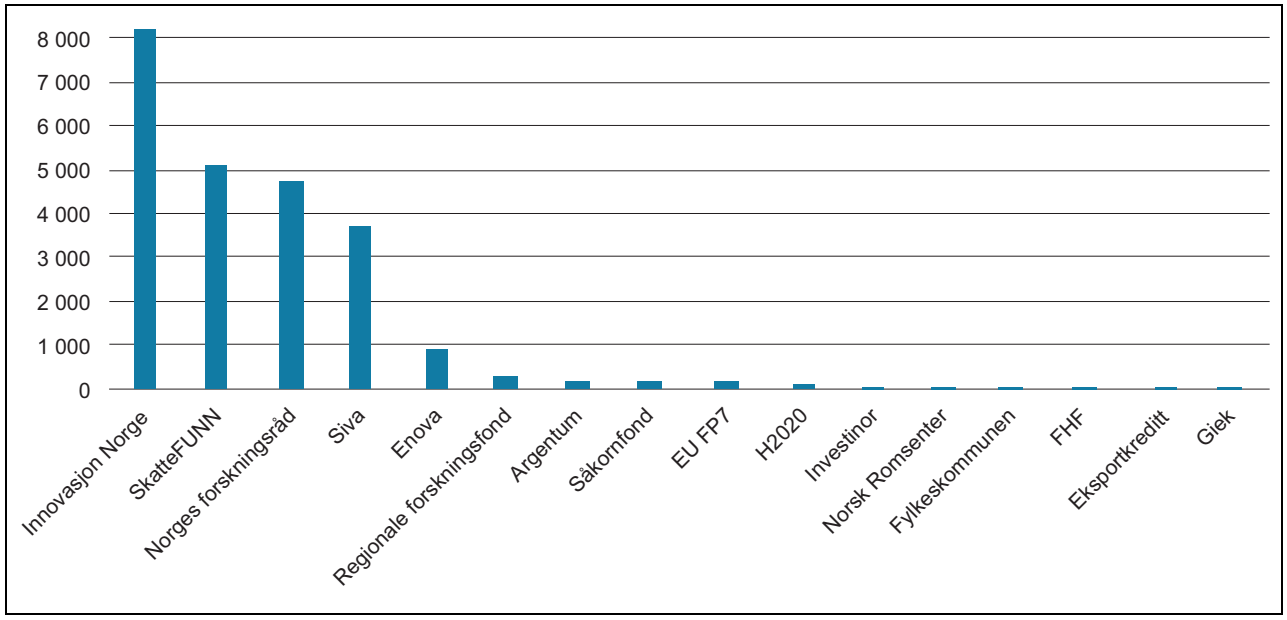
- Drifts-/produksjonstilskudd
- Eksport og import
- Energisparing/miljøtiltak
- Etablering
- Forskning og utvikling
- Investering i fast eiendom og/eller utstyr
- Investering med videre i utlandet
- Markedsføring
- Produktutvikling
- Samarbeid/nettverk
- Veiledning/kurs
- Utvikling av eksisterende virksomhet

Noen tematiske avgrensninger er mer representert enn andre. Kulturområdet har særlig mange og små ordninger for utvikling og kommersialisering. Som hovedregel er ikke ordningene dimensjonert i forhold til hverandre. De er innrettet og finansiert fra ulike forvaltningsnivåer og gjennom svært ulike underliggende virksomheter. De påvirker aktiviteter innen foretak og mellom foretak, men er delvis overlappende og ikke sett i sammenheng.

Siden det er mange ordninger og de har ulike avgrensninger, er det krevende å få oversikt til planleggingsformål. Det er da mange ulike tilnærminger som skal prøves ut. Det er enklere å finne en støtteordning etter at en utviklingsplan er laget. Da vil innretningen av støtten i hovedsak bidra til kostnadsminimering innen foretaket og ikke utløse aktivitet for å utvikle nye eller forbedrede produkter og prosesser.

Det har skjedd og skjer en fremvekst av stadig flere små ordninger. De er i liten grad sett i sammenheng med eksisterende ordninger. Det er sjelden at eksisterende ordninger avvikles når nye etableres, og mange ordninger har delvis overlappende innretning og mål.

[1] https://www.altinn.no/starte-og-drive/stotteordninger/



Figur 7.17 Antall mottakere av finansiering i næringslivet eksklusiv akademisk forskning. 2016.

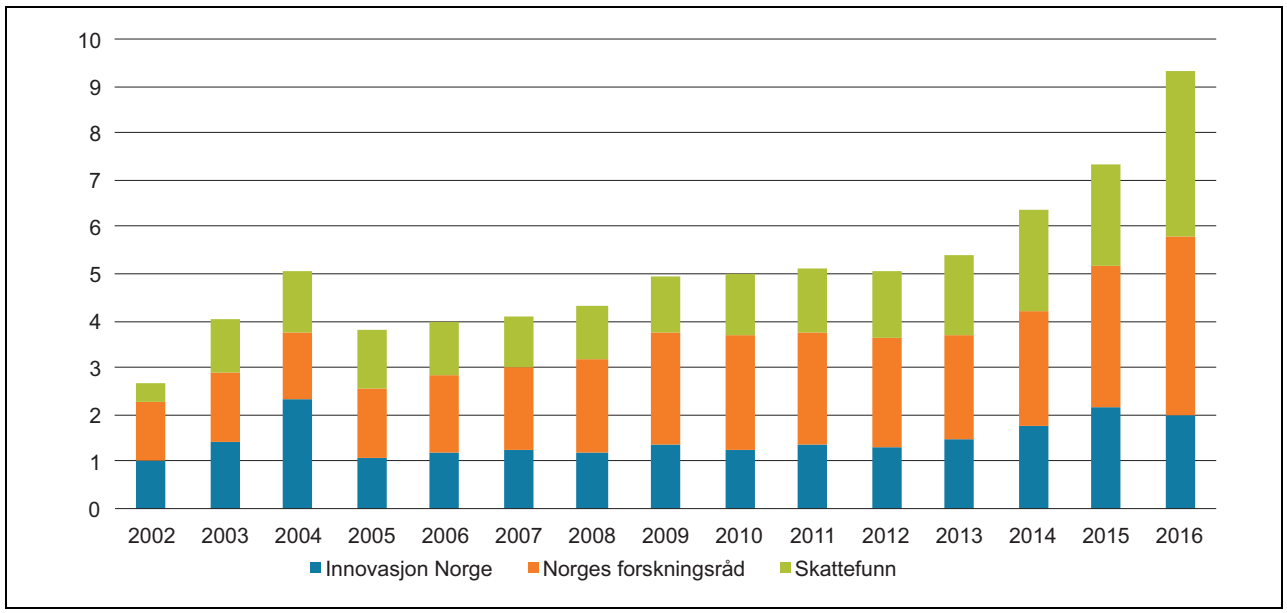
Kilde: Nærings- og fiskeridepartementet

bevilgningene som institusjonene forvaltet. Det var omtrent 14 000 unike mottakere av støtte (men flere transaksjoner siden noen støttemottakere har fått støtte fra mer enn én ordning).

Støtten til næringslivet gjennom disse institusjonene lå på noe under 10 milliarder kroner i 2016. Dette er en klar vekst over de siste fire årene og en kraftig økning siden 2000. Myndighetene tilførte i 2016 om lag 6,6 milliarder kroner mer til utvikling i næringslivet gjennom Innovasjon Norge, Forskningsrådet og Skattefunn enn i 2002.

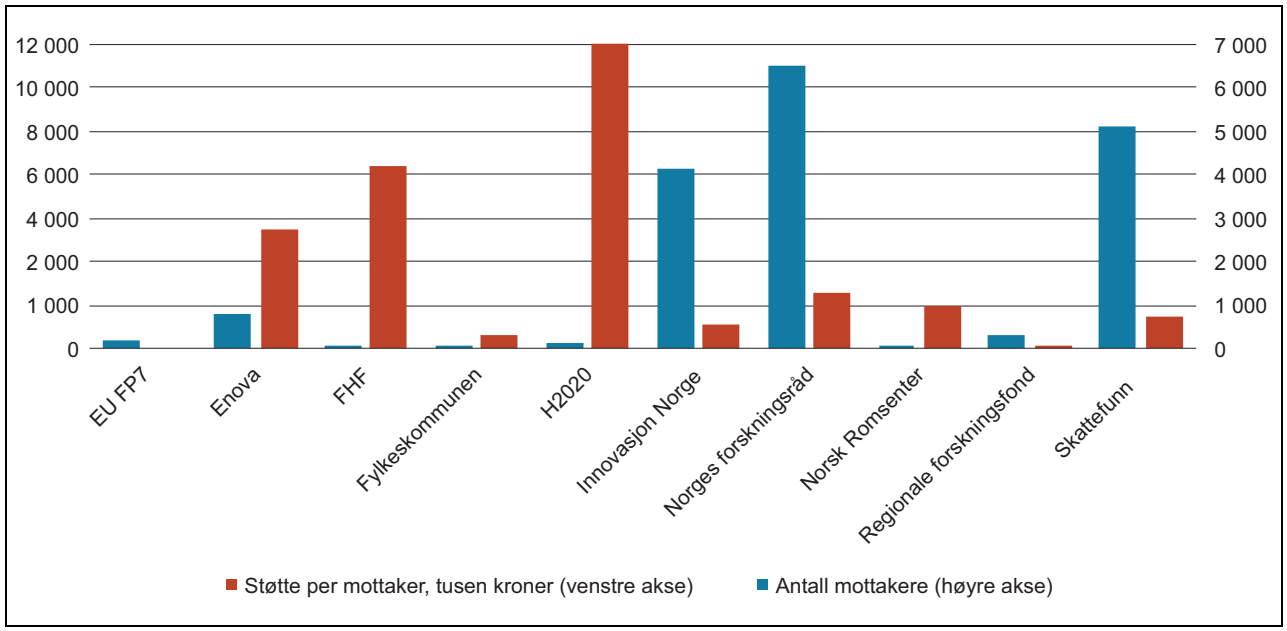
7.4.3 Tilskudd til forskning, etablering og investering

En kilde til finansiering av ny næringsvirksomhet eller innovasjon kan være særlige tilskudd og



Figur 7.18 Offentlige overføringer til næringslivet gjennom Innovasjon Norge, Forskningsrådet og Skattefunn. Løpende milliarder kroner. 2000–2016.

Kilde: Nærings- og fiskeridepartementet



Figur 7.19 Tilskudd fra virkemiddelaktører. Antall støttemottakere og gjennomsnittlig støttebeløp i tusen kroner. 2016.

Kilde: Nærings- og fiskeridepartementet

skattefradrag. Særlige tilskudd betyr at de er knyttet til aktiviteter, som forskning eller oppstart, og ikke gjeldsposter eller aksjekapital. Tilskuddene vil typisk kreve søknad eller forhåndsgodkjenning, sammen med krav om dokumentasjon i etterkant.

Det er Norges forskningsråd som har flest kundeforhold når vi ser på slike direkte tilskudd. Figur 7.19 viser tilskudd fra alle aktører, målt ved både antall mottakere og samlet beløp. Deretter er det Skattefunn og Innovasjon Norge som når flest mottakere.

Det bør påpekes at det nødvendigvis vil foreligge flere definisjoner av både mottakere og beløp. I figurene her er det tilsagn som anvendes. Siden noen prosjekter ikke blir gjennomført, samtidig som andre gjennomføres i mindre målestokk enn opprinnelig planlagt, vil som regel faktisk samlet utbetaling bli noe lavere enn samlet tilsagn.

Det kan finnes forskningsresultater fra offentlig finansiert forskning som ikke videreutvikles til produkter og metoder på grunn av manglende finansering eller interesse. *Forny2020* er et program som gir tilskudd til nystartede bedrifter, basert helt eller delvis på resultater fra forskning utført ved offentlig finansierte forskningsinstitusjoner og fra kommersialiseringsaktører som representerer offentlig finansierte forskningsinstitusjoner. Dette er i all hovedsak teknologibaserte prosjekter og inkluderer støtte til flere TTO-er. Tidligere var det bare kommersialiseringsaktører som kvalifiserte, men nå kan bedrifter som oppfyller kravene, også søke direkte til programmet i Forskningsrådet. Programmet forvalter en samlet bevilgning på om lag 250 millioner kroner i 2017.

Skattefunn er en skatteinsentivordning som gir bedrifter med eget eller innkjøpt forsknings- og utviklingsarbeid et ekstra skattefradrag. Ordningen er rettighetsbasert, men forskningsinnholdet i prosjektet skal være forhåndsgodkjent av Forskningsrådet.

Det meste av støtten gjennom Skattefunn går til små og mellomstore bedrifter. Dersom det beregnede fradraget i skatt overstiger utlignet skatt, blir det overskytende utbetalt. Direkte utbetalinger har de siste årene utgjort om lag 80 prosent av ordningen. Beløpsgrensene for egenutført og innkjøpt FoU har blitt hevet hvert år i perioden 2013–2017, og bruken av ordningen har økt. Det anslås at ordningen vil utgjøre en skatteutgift på om lag 3700 millioner kroner i 2016 og 4300 millioner kroner i 2017, jf. Meld. St. 1 (2017–2018) *Nasjonalbudsjettet 2018*.

Det ble startet en evaluering av Skattefunn i 2017, med ferdigstilling og fremlegging i juni 2018. Utvalget antar at denne gjennomgangen vil gi et godt bilde av ordningens betydning for kunnskapsinvesteringer og kapitalmarkedet.

Etablerertilskudd er den mest åpenbare kandidaten for å oppnå offentlig tilleggsfinansiering ved etablering av et foretak. Det skal etter retningslinjene tildeles gründere med vekstambisjoner og en forretningsidé som representerer noe vesentlig nytt i markedet. Tilskuddet, som forvaltes av Innovasjon Norge, er utformet for å bidra til gjennomføring av nødvendige tiltak i en tidlig oppstartsfase. Tidlig oppstartsfase betyr at foretaket skal være yngre enn henholdsvis tre og fem år for ulike tilskuddstyper.

I 2016 mottok knapt 1 400 gründere og/eller oppstartsbedrifter etablerertilskudd fra Innovasjon Norge. Til markedsavklaring var tilskuddet maksimalt på 100 000 kroner og for kommersialiseringsfinansiering opptil 700 000 kroner. I 2017 utgjør bevilgningen til etablerertilskudd om lag 360 millioner kroner.

Etablerertilskuddsordningen er ikke evaluert direkte, men i effektanalysen som ble gjennomført i 2016, fant man ingen signifikante effekter av Innovasjon Norges støtte til gründerforetak på verdiskaping, men derimot noen effekter på antall ansatte og salgsinntekter.

I 2016 ga Innovasjon Norge om lag 1 050 tilsagn til bedrifter eller gründere, med samlet drøyt 415 millioner kroner i form av investeringstilskudd, bedriftsutviklingstilskudd og distriktsrettet etablerertilskudd på oppdrag fra fylkeskommunene. *Investeringstilskudd* kan gis til fysiske investeringer som for eksempel produksjonslokaler eller produksjonsutstyr. *Bedriftsutviklingstilskudd* kan gis til rådgivningstjenester, kompetansetiltak og tilskudd til forprosjekter. Målgruppen er små og mellomstore bedrifter og entreprenører innenfor virkeområdet for distriktsrettet investeringsstøtte[17].

I revidert nasjonalbudsjett for 2017 ble det innført et *skatteinsentiv for nye investeringer i oppstartsbedrifter*, som ble anslått til om lag 300 millioner kroner på årsbasis fra 2017, jf. også omtale under 8.3.8.[18] Ordningen har i hovedsak et overlappende formål med den eksisterende etablerertilskuddsordningen og kan ha lavere administrasjonskostnader.

Et selskap kan årlig motta maksimalt 1,5 millioner kroner i innskudd som gir rett til fradrag. Siden investor kan få fradrag i alminnelig inntekt med inntil 500 000 kroner per år, vil den totale skattebelastningen kunne reduseres med inntil 120 000 kroner. Fradragsretten gjelder i tillegg til at aksjeinnskuddet på vanlig måte kan tas med som en del av inngangsverdien på de aksjene det investeres i. Aksjeinnskuddet må utgjøre minst 30 000 kroner, for å gi rett til fradrag.

Selskapet det investeres i, må være 6 år eller yngre. Det må videre ha færre enn 25 ansatte, driftsinntekter under 40 millioner kroner og balansesum under 40 millioner kroner. Fra investeringen skjer må selskapet og investor i en treårsperiode oppfylle et sett bindinger, blant annet at investor må sitte på aksjene i tre år, selskapet kan ikke utdele utbytte eller foreta utbetalinger i forbindelse med kapitalnedsettelser i treårsperioden, og investor eller nærstående kan ikke være eller tidligere ha vært aksjonærer i selskapet/konsernet det investeres i, og kan heller ikke være, bli eller ha vært, ansatt i selskapet/konsernet i løpet av treårsperioden.

Fra 2010 har Innovasjon Norge forvaltet en ordning som gir investeringstilskudd til pilot- og demonstrasjonsanlegg for *miljøteknologi* (Miljøteknologiordningen). Denne har blant annet blitt evaluert og vurdert som godt forvaltet med gode resultater av Menon (2014).[19] I 2017 utgjør bevilgningen til ordningen om lag 530 millioner kroner, naturlig nok omtrent utelukkende til miljørelevante prosjekter.

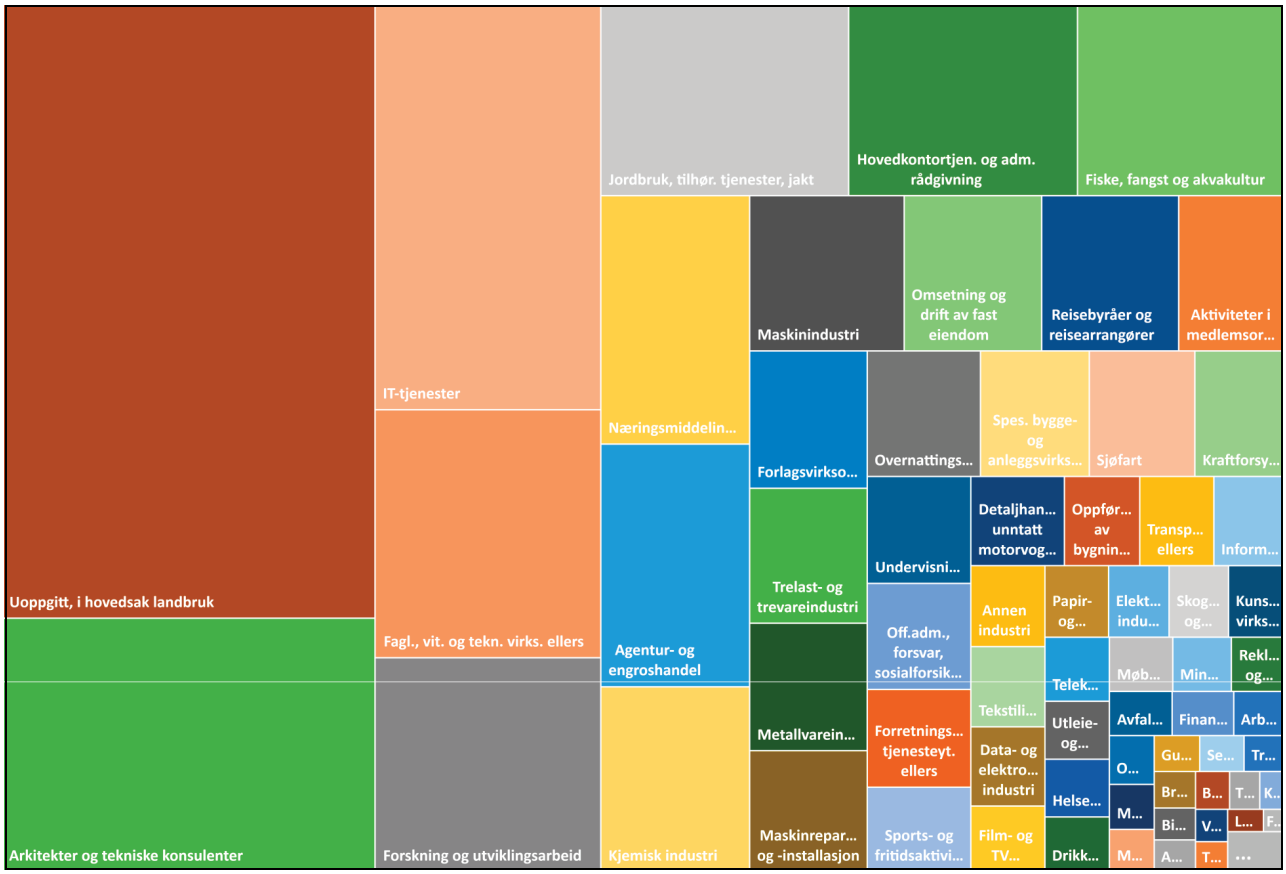
Støtten som fordeles gjennom Innovasjon Norge er fordelt etter mottakende sektor i figur 7.20. Dette betyr at det er sektoren som den mottakende bedriften tilhører, som er brukt som grunnlag for fordelingen. Tematisk kan en bedrift ha utvikling av produkter eller prosesser som ligger utenfor sin egen sektor, som når en industribedrift utvikler et dataprogram med bred anvendelse.

Enova er et statsforetak som skal bidra til reduserte klimagassutslipp og styrket forsyningssikkerhet for energi, og til teknologiutvikling som på lengre sikt også bidrar til reduserte klimagassutslipp. Det har blitt inngått ny styringsavtale med Enova for perioden 2017–2020. Fra 2017 har Enovas aktivitet blitt dreiet mer mot klima og innovasjon. Dette innebærer en styrket satsing på å redusere utslipp fra transport og andre ikke-kvotepliktige utslipp og en styrket satsing på innovative løsninger tilpasset lavutslippssamfunnet. Enova har et bredt støttetilbud rettet mot teknologiutvikling og ikke-kvotepliktige utslipp og har de siste årene blant annet støttet grunnleggende hurtigladeinfra-

[17] Virkeområdet for distriktspolitisk begrunnet investeringsstøtte er fastsatt av Kommunal- og moderniseringsdepartementet og godkjent av ESA i henhold til EUs retningslinjer for regionalstøtte.

[18] Finansdepartementet. Meld. St. 2 (2016–2017) Revidert nasjonalbudsjett 2017.

[19] Espelien, Anne mfl. (2014). *Veien fra FoU til marked for miljøteknologi*.



Figur 7.20 Virkemidler forvaltet av Innovasjon Norge fordelt på sektor. Beløp i tusen kroner. Faste 2016-priser.

Kilde: Nærings- og fiskeridepartementet

struktur for elbil i landets transportkorridorer, økt maritim bruk av batterier og ladeanlegg for null- og lavutslippsferger. Enova har også støttet en rekke nyskapende teknologiprosjekter innen industrien, blant annet innen aluminiumsproduksjon, kobberproduksjon og ny smelteverksteknologi som gjør det mulig med bruk av hydrogen i stedet for kull. Overføringene til Klima- og energifondet, som disponeres av Enova, er økt betydelig de siste årene. I 2017 mottar Enova 2,6 milliarder kroner, medregnet påslaget på nettariffen.

7.4.4 Det offentlige gir også lån og garantier

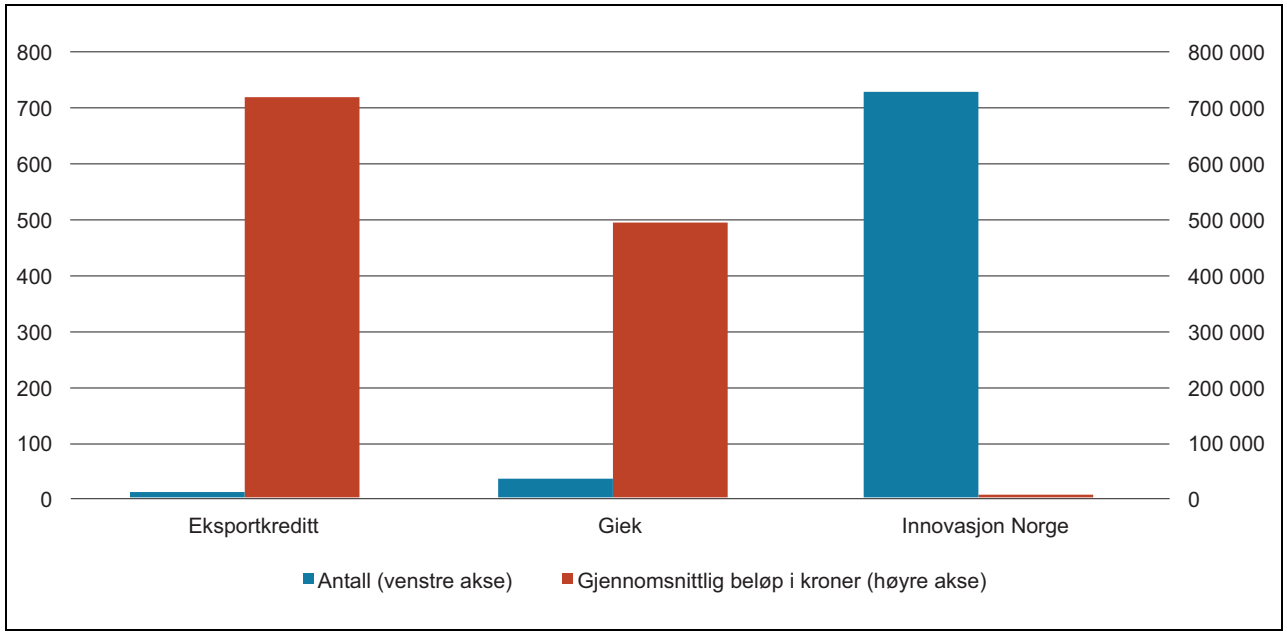
Det offentlige bidrar også som långiver og ved å gi garantier. Dette er delvis tradisjonell virksomhet, og tilknyttet enkeltnæringer som landbruk og fiske på den ene siden og skipsfart og petroleum på den andre, og ordninger som er åpne for flere grupper og størrelser av foretak. Mens Eksportkreditt tilbyr lån, tilbyr Garantiinstituttet for eksportkreditt (GIEK) garantier, primært til långivere. Innovasjon Norge har en stor låneportefølje.

Omfang og forvaltning

Figur 7.21 viser fordelingen på mottakere og samlet beløp på de tre store aktørene for lån og garantier. Illustrasjonen viser spesielt den store forskjellen mellom ordningene. Eksportkreditt og GIEK når frem til et lavt antall mottakere, men de tilknyttede (garanterte) beløpene er svært store. I Innovasjon Norge er forholdet motsatt, med mange mottakere og lavere beløp.

I Innovasjon Norge faller låneordningene i to grupper. Det er lavrisikolån, som ikke inneholder noe direkte subsidieelement, og ordningene for risikolån, såkalte innovasjonslån og distriktsrettede risikolån. Risikolån eller innovasjonslån har en ramme på om lag 1,2 milliarder kroner i 2017.

Innovasjonslån kan benyttes til toppfinansiering av bedrifts- og samfunnsøkonomisk lønnsomme utviklings- og investeringsprosjekter, der bedriften ikke har eller bare delvis kan stille tilfredsstillende sikkerhet. Dette kan dreie seg om etablering, videreutvikling eller omstilling, med hovedvekt på nyskaping, vekst og internasjonalisering. I små bedrifter, og i store bedrifter i distriktene, er det også anledning til toppfinansiering



Figur 7.21 Lån og garantier, inkludert garantier for internasjonal handel. Antall mottagere (v.a) og gjennomsnittlig beløp i kroner (h.a). 2016.

Kilde: Nærings- og fiskeridepartementet

av investeringer i bygg, maskiner og utstyr. Innovasjonslån skal ha en utløsende effekt for gjennomføring av prosjektet. Dette er ordninger som har et subsidieelement, men også en tilhørende risikopremie, i statsstøtteforstand.

Ordningen for lavrisikolån, «bankoppdraget», som Innovasjon Norge forvalter, har en ramme på om lag 2,5 milliarder kroner i 2017. Dette inkluderer blant annet Innovasjon Norges rolle som statsbank tilknyttet landbruk og fiskeri. Lavrisikolån er ikke rettet mot engasjement i mer risikable og innovative prosjekter, og er derfor lite relevante for nyetablering. De ligger derimot nær opp til den typen lån som tilbys bedrifter gjennom regulære banker og kredittforetak.

Ordningen fikk relativt god omtale i en evaluering i 2014, der den vurderes som en samfunnsøkonomisk lønnsom ordning.[20] Begrunnelsen var at lavrisikolånene opererer inn mot regioner der tilstedeværelsen av både lokale, regionale og nasjonale banker er svak, og at variasjoner i lokale bankers tilstedeværelse reflekterer variasjoner i informasjonsskjevhet mellom regioner. Evalueringen mente at utlånsaktiviteten gjennom lavrisikolån til landbruket burde skaleres ned, og at utlånsaktivitetene til industri og tjenester burde økes. Ordningen ble ikke sett i sammenheng med andre tilskudd eller lignende til de samme mottakerne.

Lån og garantier knyttet til internasjonal handel

Myndighetenes arbeid med markedsadgang og eksport skal legge til rette for verdiskaping gjennom at foretakene lykkes i internasjonale markeder. Dette blir blant annet gjort gjennom å inngå handelsavtaler, å fremme norsk næringsliv i utlandet, samt å legge til rette for konkurransedyktige eksportfinansieringsordninger.

Myndighetene tilbyr også finansiering av kjøp av kapitalvarer og tjenester fra norske eksportører, på samme måte som de fleste andre lands myndigheter. Finansieringen gis i form av lån og garantier. Dette har form av en låneordning som forvaltes av Eksportkreditt Norge AS og garantiordninger som forvaltes av GIEK. Ordningene skal være et supplement til kommersielle finansmarkeder, og det er i hovedsak kjøpere av norske eksportvarer og -tjenester som får finansiering. Betingelsene for offentlige langsiktige eksportlån og garantier reguleres av en OECD-tilknyttet avtale, «Arrangement on Officially Supported Export Credits».

Den markedsutsatte kortsiktige delen av GIEKs virksomhet ble fra 2001 overført til et datterselskap, GIEK Kredittforsikring AS. Eierskapet av GIEK Kredittforsikring AS ble fra 2015 overført til Nærings- og Fiskeridepartementet. Kortsik-

[20] Grünfeld, L., m.fl. (2013). *En statlig bro i kapitalmarkedet. Menon-publikasjon nr. 42/2013*

tige kredittforsikringer kan kjøpes på kommersielle vilkår hos GIEK Kredittforsikring AS eller hos andre kommersielle selskaper som tilbyr kredittforsikring. GIEK Kredittforsikring AS finansierer sin aktivitet i det ordinære markedet og ikke over statsbudsjettet. Selskapets forsikringer er ikke inkludert i oversiktsfiguren ovenfor.

GIEK og Eksportkreditt Norge er ofte involvert i finansieringen av de samme eksportkontraktene, men da med ulike roller. Eksportkreditt Norge gir lån, mens GIEK gir garantier. I praksis fungerer dette ved at Eksportkreditt Norge gir et lån til en kjøper av en norsk eksportørs vare eller tjeneste. Eksportkreditt Norge kan ikke selv ta kredittrisikoen for at låntakeren ikke betaler tilbake lånet, og må derfor få en garanti fra GIEK og/eller en annen garanti- eller finansinstitusjon med god kredittverdighet. På samme måte som Eksportkreditt Norge kan bruke andre garantister enn GIEK, kan GIEK garantere for lån som er gitt av andre enn Eksportkreditt Norge.

Hoveddelen av både Eksportkreditt Norges og GIEKs porteføljer er tilknyttet olje, gass og maritime næringer. Utlånsporteføljen til Eksportkreditt Norge var per 31. desember 2016 på 76,5 milliarder kroner, fordelt på 233 lån. Av dette knytter kun 24 lån, med en utlånssaldo på 1,6 milliarder kroner, seg til transaksjoner hvor hovedeksportøren var en liten eller mellomstor bedrift. Også for GIEK er hovedvekten på større eksportbedrifter. Totalt utestående garantiansvar for alle ordninger under GIEK var per 31. desember 2016 på om lag 98 milliarder kroner, fordelt på 419 garantier.

Begge organisasjonene jobber aktivt både med nye prosjekter, blant annet innen fastlandsindustri og nye segmenter innen maritim sektor, og med oppfølging av krevende engasjementer.

Når det gjelder GIEK Kredittforsikring AS utgjorde selskapets totale forsikrede volum for norske kunder ved utgangen av 2016 om lag 43 milliarder kroner, fordelt på mer enn 4 500 forskjellige risikopunkter (kjøpere), hvorav storparten er utenlandske. Sjømatnæringen utgjør det klart største kundesegmentet for selskapet og representerer rundt 75 prosent av porteføljen. Andelen små og mellomstore bedrifter er stor, og 90 prosent av selskapets kunder tilhører dette segmentet (EU-definisjon). Selskapet utvikler produktene sine med henblikk på å bidra til økt arbeidskapital for mange selskaper, i samarbeid med andre finansinstitusjoner.

Evalueringer av eksportfinanseringssystemet

Cappelen m.fl. (2016) finner positive effekter av eksportfinansiering på norsk eksport. Resultatene tyder på at eksportfinansiering bidrar til økt verdiskaping i de delene av det norske næringslivet som benytter seg intensivt av ordningene.

For å se nærmere på hvordan det norske eksportfinansieringssystemet fungerer, satte Nærings- og fiskeridepartementet i 2017 i gang arbeid med en evaluering av GIEK og Eksportkreditt Norge, for blant annet å få belyst virksomhetenes måloppnåelse, om ressursbruken er effektiv, og om helheten i det offentlige eksportfinansieringstilbudet, inkludert samarbeidet mellom GIEK og Eksportkreditt Norge, fungerer godt.[21]

I evalueringen fremgår at virksomhetene når sine respektive mål, både på virksomhetsnivå og for ordningene de forvalter. Det anslås at GIEK og Eksportkreditt Norge, og ordningene virksomhetene forvalter, bidrar vesentlig til verdiskaping i Norge, men det understrekes at anslaget er usikkert. Evalueringen konkluderer med at lån og garantier fra virksomhetene virker som et supplement til det private markedet og utvider tilbudet av lån og garantier til eksportformål betydelig.

Når det gjelder indre effektivitet, gir ikke evalueringen grunnlag for å si at organisasjonene er ineffektive hver for seg eller er blitt mindre effektive over tid. Hovedkonklusjonen er at det ikke er grunnlag for å si at systemet som helhet er ineffektivt, gitt at det er to organisasjoner. Det pekes på at ressursbruken er lav, sett i forhold til den potensielle verdiskapingen som virksomhetene forvalter.

Når det gjelder organisering av eksportfinansieringssystemet, er tilbakemeldingene fra intervjuer med nåværende brukere (eksportører, låntakere og finansinstitusjoner) at virksomhetene oppleves som effektive og kompetente, og at samarbeidet mellom organisasjonene fungerer godt. Det pekes imidlertid på utfordringer knyttet til kompleksiteten i organiseringen av det statlige eksportfinansieringstilbudet, herunder at det er to organisasjoner, særlig for kunder med begrenset erfaring (typisk for små og mellomstore bedrifter). Det fremkommer også at både kunder og banker ser det som en ulempe med to søknadsprosesser og to sett med saksbehandlere. Ifølge utrederne kan det norske systemet sannsynligvis organiseres på andre måter, uten at dette nødvendigvis går på bekostning av måloppnåelse. Det

[21] Evalueringsarbeidet ble utført av Oslo Economics, BDO og konsulent Erik Holtedahl.

pekes imidlertid også på at den oppfattede ulempens betydning for effektene på eksport ikke bør overdrives. Funnene i evalueringen tyder på at både fordelene og ulempene knyttet til dagens organisering er små, sammenlignet med verdiene som ordningene bidrar til å skape gjennom produksjon og sysselsetting hos eksportørene. Videre fremkommer det at sammenlignet med andre land, fremstår tilbudet fra GIEK og Eksportkreditt Norge smalere, og det er flere land som har et mer spisset tilbud mot små og mellomstore bedrifter enn det Norge har.

Utover enkelte anbefalinger knyttet til hvordan departementet fremover bør arbeide med å måle virksomhetenes indre effektivitet, gir ikke evalueringen konkrete anbefalinger.

I perioden fra november 2016 til februar 2017, gjennomførte Eksportkreditt Norge, GIEK, GIEK Kredittforsikring og Innovasjon Norge (det såkalte Eksportteamet) i fellesskap besøk hos 74 eksportbedrifter, tilnærmet alle små og mellomstore bedrifter. Alle landsdeler og en rekke forskjellige bransjer ble besøkt.

Eksportteamet oppsummerte overfor utvalget: Bedriftene vektlegger et komplett tilbud. En felles inngangsdør for bedriftene til «eksportvirkemidlene» vil kunne gi merverdi, og tilsvarende at bedre organisering mellom de ulike institusjonene ville være nyttig. Bedriftene etterspør finansiering av hele verdikjeden, inkludert arbeidskapital, og mer konkurransedyktig kredittid.

Regjeringen uttrykker i sin eksportstrategi av 2017 at man ønsker fokus på omstilling, på økt eksport, og på satsing på vekst og nyskaping. En bedre tilrettelegging for at små og mellomstore bedrifter kan benytte eksportfinansieringsløsningene, kan støtte opp under dette. Det understrekes at også foretak som ikke selv eksporterer, kan være viktige underleverandører til norske eksportbedrifter. Det henvises også til Eksportteamet i strategien, da et slikt tiltak blir ansett som et godt eksempel på samarbeid mellom de fire aktørene. Denne type samarbeid øker også aktørenes kunnskap om hverandres produkter, og i strategien slås det fast at «tilvisningskompetanse» hos de fire er et minimumskrav i denne sammenheng.

Videre utvikling av eksportfinanseringsordningene

Det er den senere tid gjort noen justeringer i eksportfinansieringstilbudet. I juni 2017 utvidet regjeringen tilbudet i GIEK til også å omfatte garantier for investeringer i Norge som bidrar til økt eksport, direkte eller indirekte. Garantiene skal gis på markedsmessige vilkår, og GIEK skal dele risikoen med private banker. I tillegg har GIEK innført en ny garantitype for produksjonslån. GIEK kan nå stille garantier til finansiering av produksjon av eksportvarer. Et forhold som gjør GIEKs garantier særlig attraktive for banker og andre finansinstitusjoner, er det forhold at lån med slik garanti er nullvektet under kapitaldekningsregelverket.[22]

Videre vedtok Stortinget i forbindelse med statsbudsjettet for 2018 å opprette en ny markedsmessig låne- og garantiordning for kjøp av skip fra verft i Norge, når disse skipene skal benyttes i Norge. Ordningen skal forvaltes av GIEK og Eksportkreditt Norge, og inkluderer for eksempel ferger, fiskebåter, brønnbåter, nærskipsfartsfartøy og hurtigbåter. Ordningen vil være midlertidig, i form av en treårig ordning som skal evalueres. Garantitilbudet under den nye ordningen, som GIEK forvalter, ble effektuert ved årsskiftet 2018. Vedtatt garantiramme er på 10 milliarder kroner for ordningen i 2018. Når det gjelder lånetilbudet under den nye ordningen, som Eksportkreditt Norge skal forvalte, krever effektuering endring i Lov om Eksportkreditt Norge og forskrift om eksportkredittordningen. Forslag til lovendring er sendt på høring. Formålet med den nye ordningen er å bidra til at redere i Norge oppnår finansiering på markedsmessige vilkår og dermed medvirke til økt aktivitet for skipsverft i Norge.

7.4.5 Utvalget samlede vurderinger av offentlige tilskudds- og støtteordninger

Offentlige virkemidler må konsentreres om områder der det foreligger en markedssvikt, og der det private kapitalmarkedet ikke fungerer godt nok. Virkemidlene skal være et supplement og ikke en erstatning for det private kapitalmarkedet, og et redskap til å mobilisere privat kapital for å fornye og utvikle norsk næringsliv. Behovet for langsiktig kapital er spesielt stort for unge bedrifter med lang utviklingshorisont. Tilgang til slik kapital avhenger blant annet av at nye investorer kan ha forventing om å kunne realisere sine verdier i fremtiden.

Utvalget vil vise til at midlene som kanaliseres til næringslivet gjennom offentlige ordninger for etablering og innovasjon, i størrelsesorden er blitt like viktige som kapitalutvidelser og annet med samme type formål. I kapittel 7.2.3 er det illustrert

[22] Nullvektet innebærer at med slik garanti teller ikke lån inn bankenes risikoveide balanse.

at aktiviteten fra venturekapitalfond har falt, mens det i kapittel 7.4.3 vises at bidraget fra det offentlige virkemiddelapparatet til innovativ næringsutvikling har økt kraftig etter 2000.

Statlige virkemidler bør være effektive, målrettede og målbare. Samtidig er forutsigbarhet i ordningene viktig for både private investorer og de bedriftene det gjelder. Utvalget mener at kritiske gjennomganger av måloppnåelsen i ordningene må få større plass. Mange bedrifter mottar støtte fra flere ordninger. Det er da i tillegg nødvendig å se ordningene i sammenheng, og ikke enkeltvis, for å kartlegge hva som virker og er viktigst. Dette innebærer også at evalueringer må få reelle konsekvenser for virkemidlene, ved at man legger om eller legger ned de som ikke har gitt ønsket effekt.

Det er mange ulike ordninger å sette seg inn i for den som søker, og virkemiddelapparatet oppleves som uoversiktlig og vanskelig tilgjengelig. Det er derfor etter utvalgets vurdering hensiktsmessig med en overordnet gjennomgang på området. Man bør se alle virkemidlene i sammenheng og undersøke om det kan gjennomføres forenklinger som kan gjøre virkemiddelapparatet mer oversiktlig, og samtidig forbedre effektiviteten og den totale måloppnåelsen.

Utvalget mener at antallet offentlige aktører som forvalter offentlige tilskudd, lån eller egenkapital, må være begrenset, og at man bør være tilbakeholden med å etablere overlappende ordninger for de samme formål. Dette gir gevinster for næringslivet, som får færre ulike institusjoner å forholde seg til. Samtidig blir grenseflaten mellom de forskjellige ordningene lettere å forstå. Det har også betydning for myndighetene, som slipper kostnadene ved å duplisere administrasjon av og innenfor underliggende virksomheter. Til sist bør man legge vekt på at eventuelt nye tiltak lettere settes ut i livet gjennom bruk av eksisterende organisasjon, enn om det skal bygges opp en ny organisasjon for hvert nye formål. Brede virkemidler der søkerne må konkurrere mot flere andre for å motta støtte, sørger for den mest effektive fordelingen av støtte på tvers av sektorer.

Utvalgets anbefalinger

- Virkemidlene bør ses i sammenheng. Det bør undersøkes om det kan gjennomføres forenklinger som kan gjøre virkemidlene og virkemiddelapparatet mer oversiktlig og forbedre effektiviteten og den totale måloppnåelsen
- Tiltak bør evalueres jevnlig og systematisk, og midler bør aktivt flyttes fra ordninger med lav måloppnåelse til bedre ordninger. I tillegg må ordninger som ikke fungerer, legges ned. Brede ordninger sørger for den mest effektive fordelingen av støtte på tvers av sektorer.
- Antall offentlige aktører som forvalter offentlige tilskudd, lån eller egenkapital, må være begrenset. Man bør være tilbakeholden med å etablere overlappende ordninger for samme formål.

Nærmere om Innovasjon Norge

Utvalget mener at det har skjedd mye positivt i Innovasjon Norge de siste årene. Det har skjedd forenklinger og økt satsing på målrettede enkle ordninger. Søknadsprosessene har blitt forenklet. Matching-ordninger oppfattes som svært positivt. Innovasjon Norge støtter seg på kompetente miljøer, og det er nå større grad av forutsigbarhet enn det var tidligere. Innovasjon Norge spiller en viktig rolle i å tilføre støttemidler og kapital i en svært tidlig fase, hvor det private kapitalmarkedet ofte svikter grunnet informasjonsasymmetri, hvor det er mangel på langsiktig privat risikokapital, eller på områder hvor det er få kompetente langsiktige private eiermiljøer.

Utvalgets anbefaling

- Arbeidet med å spisse Innovasjon Norges rolle og mandat bør videreføres. Det bør særlig legges vekt på bedrifter som kan skape arbeidsplasser og fremtidig vekst.

Nærmere om Enova

Utvalget definerer det som utenfor sitt mandat om kapitaltilgang å foreta en nærmere vurdering av Enovas virksomhet. Utvalget viser til at Enova bidrar til betydelig støtte til enkeltprosjekter som anses samfunnsøkonomisk lønnsomme, men som vanskelig ville la seg realisere uten slik statlig støtte. Formålet er å nå de klima- og energimålene som er virksomhetens formål, og utvalget kan ikke se at denne støtten har hatt noen negativ effekt på kapitalmarkedet eller gitt uheldige vridninger i kapitaltilgangen til norske bedrifter.

Utvalget vil bemerke at særlig etablert industri favoriseres i Enovas bevilgninger. Utvikling av tidligfaseselskaper som er teknologisk i front, vil kunne ha stor betydning for å nå klimamålene på sikt. Det er derfor viktig at Enova også legger vekt på denne type selskaper i sine vurderinger, selv om støtte og tilskudd til slike selskaper relativt sett vil kunne være mer ressurskrevende enn

tilskudd til større prosjekter og selskaper. Det bør foretas en gjennomgang av Enovas betydning for kapitaltilgangen til næringslivet, og for mobilisering av privat kapital for å realisere de oppgaver foretaket er pålagt.

Utvalgets anbefaling

– Det bør foretas en gjennomgang av Enovas betydning for kapitaltilgangen til næringslivet, og for mobilisering av privat kapital for å realisere de oppgaver foretaket er pålagt.

Om eksportfinansieringssystemet

Utvalget vurderer eksportfinansieringssystemet som viktig for norske eksportnæringer, og at det har stor betydning for at næringene kan tilby konkurransedyktig kundefinansiering sammenholdt med tilsvarende ordninger i andre land. Utvalget er likevel bevisst at dette er en næringsrelatert finansieringsordning som kan gi uheldige ressursvridningseffekter i økonomien. I tillegg til innretningen mot noen næringer er det krevende avgrensninger både mot andre offentlige virkemidler og mot rene private finansieringstilbud. Dette stiller særlige krav til effektivt regelverk og god organisering.

Som det fremkommer i beskrivelsen av GIEK og Eksportkreditt Norge, er hoveddelen av deres kunder relativt store eksportbedrifter. Evalueringen fra 2017 påpeker at det er et stort antall små og mellomstore bedrifter som ikke har benyttet ordningene til GIEK og Eksportkreditt Norge, men det kan ikke slås fast om det er på grunn av manglende behov, manglende kjennskap til tilbudet eller manglende relevans av tilbudet. Det trekkes frem utfordringer knyttet til kompleksiteten i organisering av tilbudet, noe som særlig er negativt for små og mellomstore bedrifter og andre som ikke er store, erfarne eksportører. Det kommer også frem at tilbudet av eksportfinansiering er bredere i en del andre land, og det er også flere land som har spisset sine ordninger mot dette segmentet. Hva gjelder organisering av totaltilbudet, finnes mange varianter, slik som den norske, men også flere land der disse er samlet i ett selskap. Systemet og organiseringen, av GIEK, Eksportkreditt Norge, Innovasjon Norge og GIEK Kredittforsikring, kan oppfattes komplisert og lite effektivt kostnadsmessig.

I lys av at norske små og mellomstore bedrifter (direkte og indirekte eksportører) synes å i mindre grad benytte eksportfinansieringsordningene, bør tiltak for bedre tilrettelegging vurderes. Tettere integrering av virkemidlene, kunnskap om hverandres produkter, en felles elektronisk kundeportal, enklere søke- og godkjenningsprosesser, enklere produkter direkte tilpasset deres behov og mer organisert bruk av Innovasjon Norges regionale kontorer, kan være aktuelt for å styrke effektiviteten.

Det er samtidig viktig å vurdere kostnadseffektivitet og å forhindre uheldig overlapp med private finansieringskilder og andre offentlige virkemidler, særlig for dette kundesegmentet. For å sikre at en felles kundeportal blir utviklet så snart som mulig, og på en hensiktsmessig måte, bør myndighetene vurdere tilleggsfinansiering av en slik felles portalløsning.

Utvalgets anbefalinger

– Det bør vurderes tiltak for å bedre tilrettelegginen av eksportfinansieringsordningene, særlig i lys av at små og mellomstore bedrifter i liten grad synes å benytte ordningene.
– For å sikre at en felles brukerportal for eksportfinansieringsordningene blir utviklet så raskt som mulig, og på en hensiktsmessig måte, bør myndighetene vurdere tilleggsfinansiering av en slik portal.

Kapittel 8
Skattesystemets innvirkning på kapitaltilgangen

8.1 Innledning

Skatt påvirker lønnsomheten ved ulike investeringer og insentivene til å spare og kan derfor påvirke kapitaltilgangen til norske virksomheter. Utvalget skal i henhold til mandatet vurdere hvordan beskatningen av norske eiere påvirker næringslivets tilgang til kapital. Utvalget oppfatter ikke mandatet som en full gjennomgang av den norske kapitalbeskatningen, og har derfor valgt ut de elementene som vurderes som mest relevante i forbindelse med næringslivets kapitaltilgang. Gjennomgangen er i hovedsak begrenset til selskapsskatt, skatt på kapitalavkastning og skatt på kapitalbeholdninger. I tillegg omtales beskatning av stiftelser og noen andre ordninger spesielt.

8.2 Skattesystemet

8.2.1 Prinsipper for effektiv beskatning

Skattesystemets hovedoppgaver er å finansiere offentlig virksomhet og overføringer, påvirke inntektsfordelingen mellom personer og fremme effektiv ressursbruk. Utformingen av skatte- og avgiftssystemet bør bidra til at disse hovedmålene oppnås mest mulig effektivt. De fleste former for skatt medfører samfunnsøkonomiske kostnader ved at de fører til at den prisen som en kjøper må betale for en vare eller tjeneste, er høyere enn de reelle (samfunnsøkonomiske) kostnadene ved å tilby/produsere denne varen eller tjenesten. Denne differansen (skattekilen) bidrar til at arbeidskraft, kapital og naturressurser påvirkes av skatter og avgifter og ikke bare styres av samfunnsøkonomisk lønnsomhet. Ressursene blir dermed utnyttet mindre effektivt enn om de ikke ble skattlagt.

Med utgangspunkt i økonomisk teori, kan man utlede noen generelle retningslinjer for hvordan skatter og avgifter bør utformes for å holde de samfunnsøkonomiske kostnadene så lave som mulig:

- Det bør være høyere skattesatser i de markedene der tilbud eller etterspørsel påvirkes lite av skatten, enn i markeder der påvirkningen er stor.
- Det er bedre å ha moderate skattesatser på flere ulike og relativt brede skattegrunnlag enn å ha høye skattesatser på få og smale skattegrunnlag. Det skyldes at effektivitetstapet ved beskatning øker mer enn proporsjonalt med skattesatsen.
- Skatter og avgifter bør i minst mulig grad påvirke produksjonsbeslutningene. Det vil si at produksjonen bør innrettes slik at den samlede verdiskapingen blir størst mulig for en gitt tilgang på innsatsfaktorer.

Den første retningslinjen kan forklare hvorfor det kan være fornuftig å ha lavere skatt på kapital enn på arbeid, siden vi må anta at kapital er mer mobil over landegrensene enn arbeidskraft. Videre kan retningslinjen tale for at det bør være høyere avgifter på enkelte varer og tjenester enn på andre. Den andre retningslinjen kan være et argument for å unngå for mange særordninger i skattesystemet som innsnevrer skattegrunnlaget, og for at man bør ha brede skattegrunnlag. Den tredje retningslinjen innebærer blant annet at man bør legge stor vekt på nøytralitet i kapitalbeskatningen. Det vil bidra til at den samfunnsøkonomiske avkastningen av investeringene (verdiskapingen) blir høyere.

8.2.2 Det norske skattesystemet

Norge har i store trekk et godt skattesystem. Skattereformene i 1992 og 2006 bidro til bredere skattegrunnlag og mer ensartet beskatning av ulike kapitalinntekter. Ved oppfølgingen av Skatteutvalgets rapport har egenskapene ved 1992-reformen blitt videreført og skattesystemet har også blitt bedre tilpasset den internasjonale utviklingen.

Utvalgets vurderinger av det norske skattesystemet

En effektiv og nøytral beskatning er på overordnet nivå det viktigste, også for næringslivets kapitaltilgang. Det er viktig at også virkningene på næringslivets kapitaltilgang vektlegges i vurderin-

gene av beskatningens vridningseffekter og andre uheldige utslag.

8.3 Kapitalbeskatning

8.3.1 Oversikt over den norske kapitalbeskatningen

Den norske kapitalbeskatningen består av skatt på selskapenes overskudd, skatt på personlige kapitalinntekter og skatt på kapitalbeholdning.

Skatt på selskaper

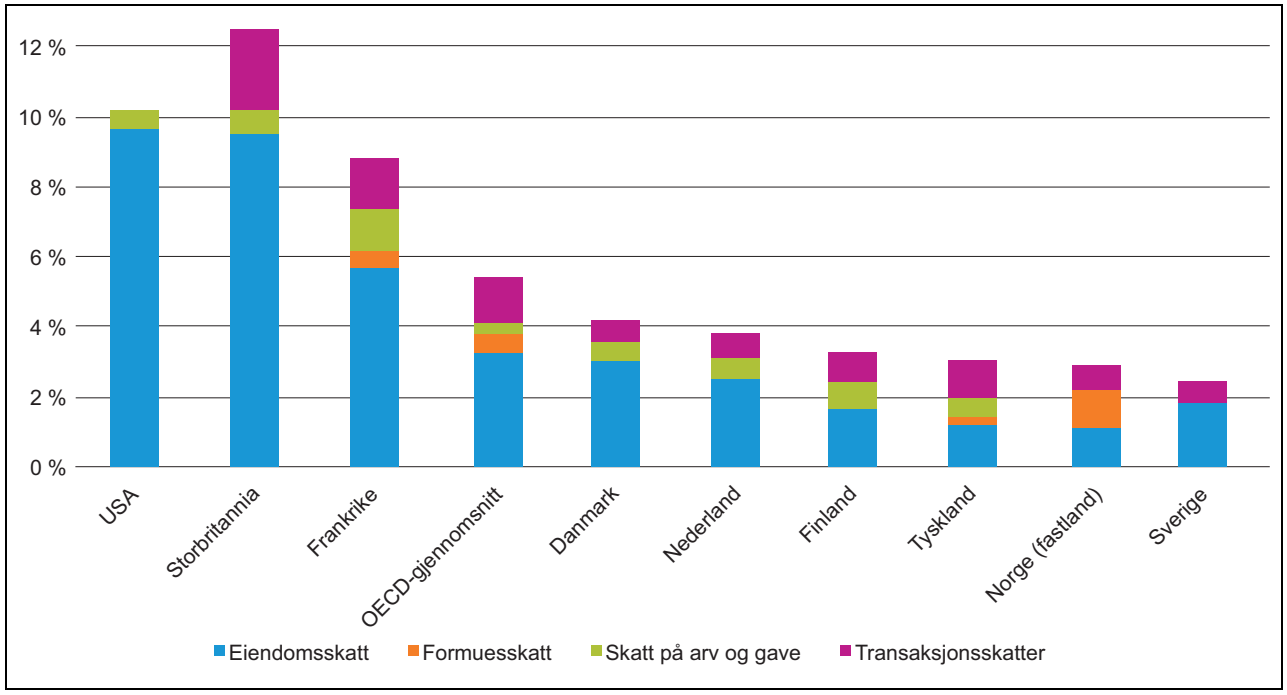
Skattesatsen for norske selskaper er i 2018 på 23 prosent av alminnelig inntekt, definert som samlede inntekter fratrukket utgifter i tilknytning til næringsvirksomheten, herunder skattemessige avskrivninger og renteutgifter. Underskudd kan fremføres uten renter og trekkes fra mot senere overskudd. Ved opphør av næring, oppløsning og konkurs kan underskudd, oppstått i det året næringen opphører, tilbakeføres til de to foregående årene. Fritaksmetoden skal hindre at inntekt blir beskattet flere ganger i selskapskjeder. Fritaksmetoden innebærer at selskaper som hovedregel unntas fra skatt på utbytte og gevinst på aksjer, samtidig som det ikke gis fradragsrett for tilsvarende tap. Sammen med aksjonærmodellen bidrar fritaksmetoden til at inntekt beskattes én gang i selskapssektoren. Det utlignes ikke formuesskatt på selskaper, men beskatning av selskapsformue skjer på eierens/deltakerens hånd.

Skatt på avkastningen av kapital

Kapitalinntekter beskattes som alminnelig inntekt med samme skattesats for personer og selskaper. Den generelle beskatningen av kapitalinntekter (og aksjeinntekter innenfor skjermingsfradraget) er forholdsvis lav i Norge. Alminnelig inntekt er et nettogrunnlag, hvilket innebærer at også alle fradrag inngår i alminnelig inntekt med samme sats. Dette gir symmetri i kapitalinntektsbeskatningen. For mer om beskatningen av aksjeinntekter, se avsnitt 8.3.4.

Skatt på kapitalbeholdning

Skatt på kapitalbeholdning består av ulike skatteformer, blant annet formuesskatt, eiendomsskatt, dokumentavgift og skatt på arv og gave. Figur 8.1 viser inntekter fra ulike skatter på kapitalbehold-



Figur 8.1 Inntekter fra ulike skatter på kapitalbeholdning og kapitaltransaksjoner[1] som andel av samlede skatte- og avgiftsinntekter i utvalgte land. Prosent. 2015[2].

1 For Norge inngår dokumentavgift i tillegg til eiendomsskatt og formueskatt. I statsbudsjettet for 2018 anslås provenyet fra dokumentavgiften til 9 milliarder kroner for 2017, mens eiendoms- og formuesskatten anslås til henholdsvis 13 og 14 milliarder kroner.

2 OECD-gjennomsnitt er for 2014.

Kilde: OECD

ning i prosent av samlede skatte- og avgiftsinntekter i utvalgte land i 2015.

Selv om Norge er et av få land som har en skatt på netto formuesbeholdning, er den samlede skatten på kapitalbeholdning og kapitaltransaksjoner relativt lav i Norge i forhold til sammenlignbare land. Flere sammenlignbare land har også vesentlig høyere samlet skatt på kapitalbeholdning enn Norge. Det skyldes særlig høyere eiendomsskatt i andre land. Mange andre land har også arveavgift, som ble avviklet i Norge i 2014. I Norge utgjorde skatt på kapitalbeholdning i underkant av 3 prosent av samlede skatte- og avgiftsinntekter fra Fastlands-Norge, mot over 5 prosent av samlede skatte- og avgiftsinntekter i OECD-landene samlet (uvektet gjennomsnitt).

8.3.2 Selskapsskatt

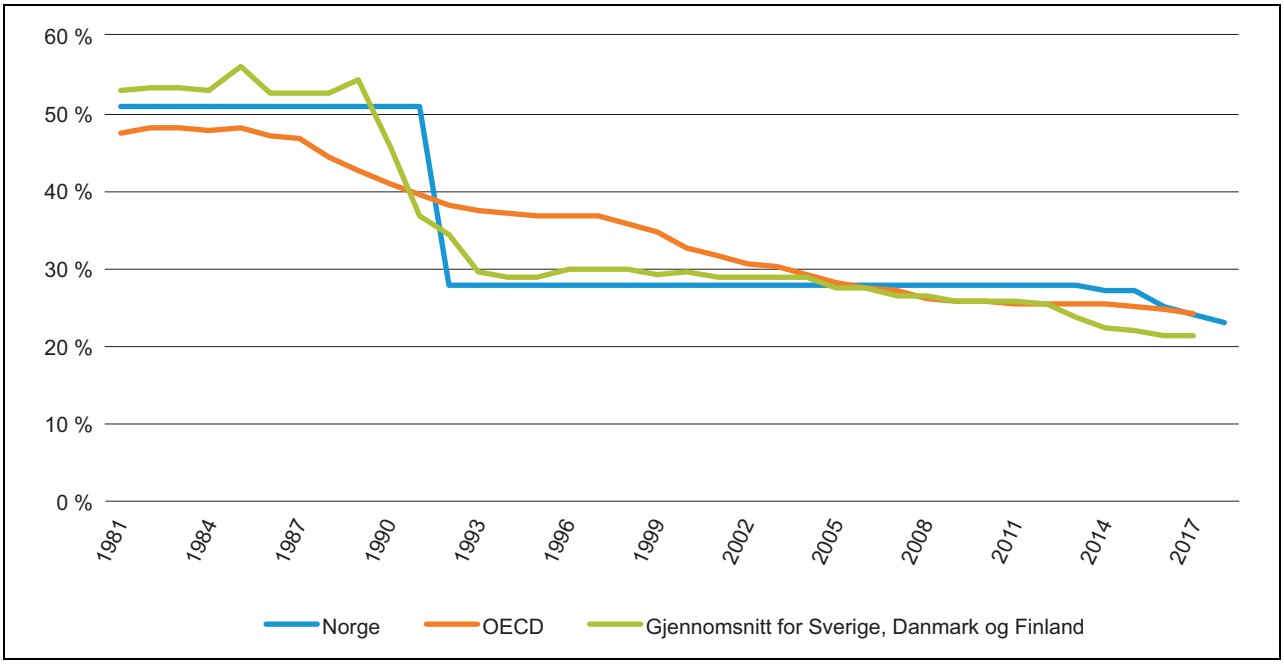
Selskapsskattesatsen i Norge på alminnelig inntekt var uendret på 28 prosent fra 1992 til 2013, mens den internasjonale trenden var reduserte satser. Figur 8.2 viser utviklingen i formelle selskapsskattesatser.

Blant annet på bakgrunn av den den internasjonale utviklingen i selskapsskattesatsen ble Skatteutvalget satt ned. Utvalget pekte på at selskapsskatten i Norge er høy i internasjonal sammenheng og foreslo å redusere den til 20 prosent. På grunn av koblingene mellom selskaps- og personskatten ble det samtidig foreslått å redusere den alminnelige skatten for personer tilsvarende. Utvalget la vekt på at skattesystemet, sammen med øvrige rammebetingelser, skal kunne konkurrere om investeringer og virksomhet i et internasjonalt marked.[1]

I 2016 ble det inngått et forlik på Stortinget om en skattereform. Enigheten innebar at et bredt flertall i Stortinget var for at satsen i alminnelig inntekt for selskap og personer skulle reduseres til 23 prosent innen 2018 og at ytterligere reduksjoner skal vurderes i lys av utviklingen internasjonalt.

Den samlede skattebelastningen blir ikke nødvendigvis lavest i land med lav formell skattesats. En må også ta hensyn til avskrivningssatser og andre trekk ved skattegrunnlaget for å vurdere hvordan selskapsskatten påvirker avkastningen på en investering. Effektive skattesatser tar hensyn til slike forhold. Figur 8.3 viser effektive marginale og gjennomsnittlige skattesatser for selskapsbeskatning i OECD og de nordiske landene. Slike effektive skattesatser tar utgangspunkt i en tenkt investering og beregner effektiv skatt ut fra forutsetninger om rente, inflasjon og egenskaper ved skattegrunnlagene i ulike land, som avskrivninger og så videre. Den effektive gjennomsnittlige skattesatsen (EATR) er egnet til å si noe om den samlede beskatningen av et prosjekt som går med overskudd, utover det som er en normal forrentning av kapitalen. Denne indikatoren er sær-

[1] NOU 2014: 13 *Kapitalbeskatning i en internasjonal økonomi.*



Figur 8.2 Formelle selskapsskattesatser i utvalgte land. Prosent. 1981 – 2018.

Kilder: OECD og Finansdepartementet

lig viktig i vurderingen av hvor internasjonale virksomheter velger å lokalisere aktivitetene sine. Den effektive marginale skattesatsen (EMTR) viser skatten på en marginal investering, som kan tolkes som skatten på siste krone investert, og hvor avkastningen akkurat dekker kapitalkostnaden. Effektive marginale skatterater brukes gjerne for å analysere hvorvidt det er lønnsomt med økte investeringer på et gitt sted.

De effektive skattesatsene har blitt redusert de siste årene som følge av reduserte formelle selskapsskattesatser. Effektiv gjennomsnittlig skattesats i Norge er på nivå med gjennomsnittet i OECD, mens den effektive marginale skattesatsen er noe høyere i Norge. I forhold til våre nordiske naboland er både den formelle og de effektive skattesatsene noe høyere i Norge.[2] Det må presiseres at enhver beregning av effektive skattesatser baserer seg på forenklede forutsetninger. I sammenligninger mellom land vil man som regel kun klare å ta hensyn til de mest sentrale skattereglene i ulike land, som formell skattesats og avskrivningssatser. Det må også gjøres en rekke forutsetninger om rentenivåer og så videre. Dette gjør effektive skatterater egnet til å sammenligne egenskaper til ulike skattesystemer mellom land, men lite egnet til å for eksempel si noe om skattenivået i et land isolert.

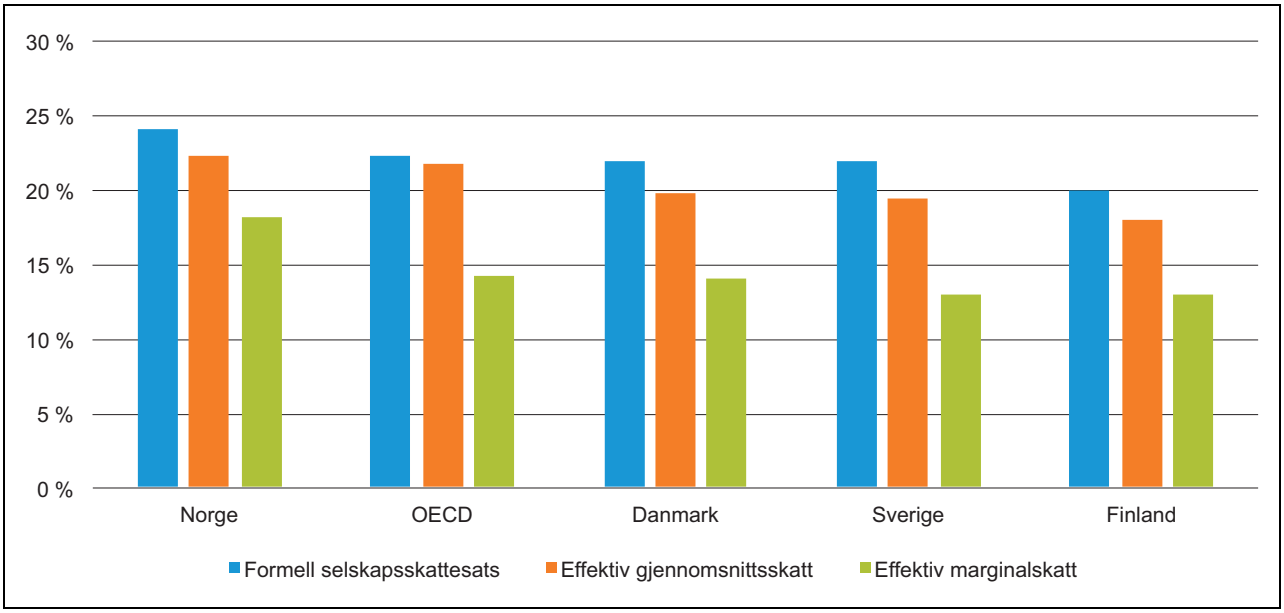
Ved sin behandling av skattereform høsten 2016 tok Stortinget utgangspunkt i Skatteutvalgets vektlegging av at skattesystemet, sammen med øvrige rammebetingelser, skal kunne konkurrere om investeringer og virksomheter i et internasjonalt marked.

Selskapskattens favorisering av gjeldsfinansiering

Den norske selskapsskatten favoriserer gjeldsfinansiering fremfor egenkapitalfinansiering. Kostnaden ved å finansiere investeringene med gjeld (rentekostnaden) er fradragsberettiget i selskapene, mens kostnaden ved å finansiere investeringene med egenkapital (alternativkostnaden ved å binde egenkapital) ikke kan fradragsføres. Det gjør at selskapsskatten isolert sett øker kapitalkostnaden, altså avkastningen som investeringen må gi, før selskapsskatt, for at den skal bli sett på som lønnsom, for investeringer som finansieres med egenkapital. Samtidig kan det nominelle rentefradraget føre til at selskapsskatten, isolert sett, reduserer kapitalkostnaden for investeringer som finansieres med gjeld.

Skattleggingen av gjeld og egenkapital på investors hånd kan i utgangspunktet også påvirke kapitalkostnaden. Tanken bak skattereformen i 1992 var at den skattemessige favoriseringen av gjeld på selskapsnivå ble motsvart av at renteinntekter ble beskattet på investornivå, mens utbytte var skattefritt, slik at dette ble nøytralt når man så selskap og investor samlet. For en åpen økonomi med frie kapitalbevegelser kan man imidlertid legge til grunn at investors krav til avkastning, etter selskapsskatt, er gitt i det internasjonale

[2] Dette gjelder for selskapsbeskatningen og inkluderer ikke skattlegging av selskapets aksjonærer.



Figur 8.3 Formelle og effektive selskapsskattesatser i utvalgte land. Prosent. 2017.

Kilde: Oxford University Centre for Business Taxation

kapitalmarkedet, både for gjeld og egenkapital. Under slike forutsetninger er investerings- og sparebeslutninger separert, og beskatningen av norske personlige skattytere påvirker ikke selskapenes finansieringskostnader. Da kan man anta at selskapsskatten har størst innvirkning på kapitalkostnaden, og at skattleggingen hos den enkelte investor ikke har like stor betydning.

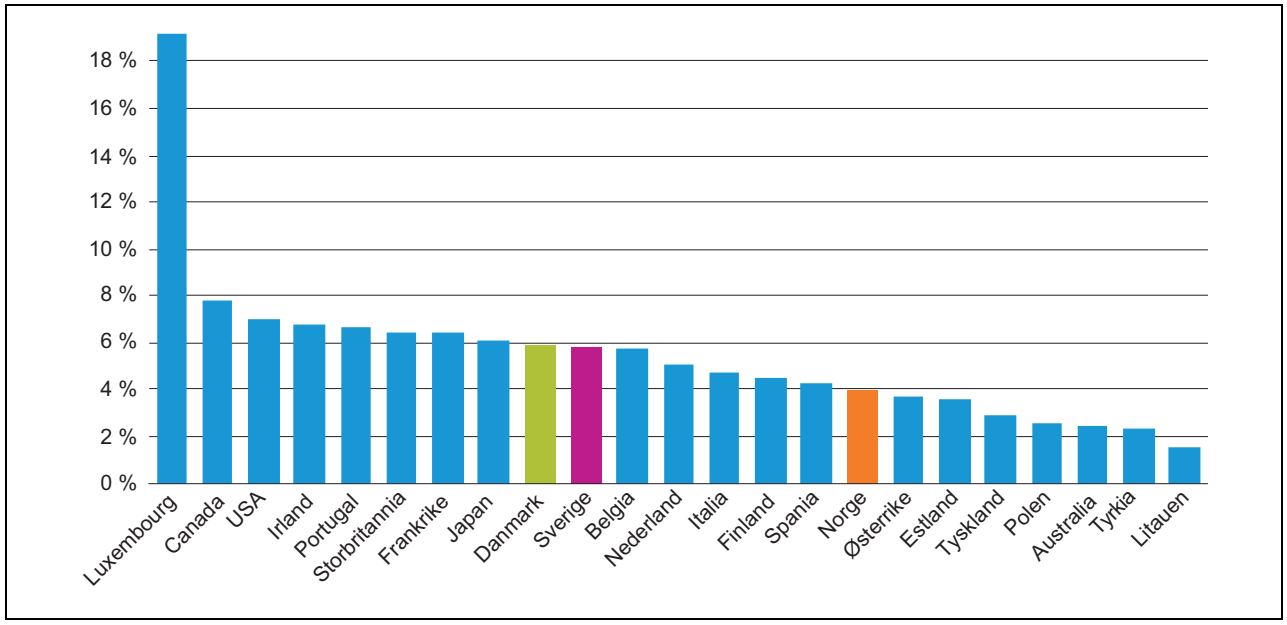
Isolert sett medfører den skattemessige favoriseringen av gjeld på selskapets hånd at selskapene blir stimulert til å øke sin gjeldsgrad. Når gjeldsgraden i et selskap øker, vil gjerne långiveren kreve mer av selskapet for å yte lånet. Det henger sammen med at det for långiveren vil være mer risikabelt å yte lån, når låntakeren er mindre solid. Selskapets økte lånekostnader vil, sammen med økt gjeldsgrad, øke selskapets finansieringskostnader *før* skatt, det vil si det beløpet selskapet må betale til sine investorer for å finansiere investeringene gitt den gjeldsgraden selskapet velger. Økningen i finansieringskostnadene, før skatt, kan blant annet reflektere at selskapene påtar seg en høyere konkursrisiko enn de ellers ville gjort. Det internasjonale pengefondet (IMF) har blant flere, pekt på at skattemessig favorisering av gjeld er uheldig ut fra målet om finansiell stabilitet.

Ulik behandling av gjeld og egenkapital på selskapets hånd kan bidra til at selskapsskatten slår annerledes ut for selskap som har fri tilgang på både gjeld og egenkapital enn for selskap som må finansieres med egenkapital. Nystartede selskap eller selskap som investerer i innovative aktiviteter som ikke gir pantbare eiendeler, kan særlig være avhengige av å bli finansiert med egenkapital. Gjeldsfavoriseringen på selskapets hånd kan bidra til å øke kapitalkostnaden for slike investeringer sammenlignet med kapitalkostnaden for andre investeringer. Investeringssammensetningen kan dermed bli påvirket. Videre kan flernasjonale selskaper ha lavere finansieringskostnader enn nasjonale selskaper, siden de kan bruke intern gjeld mellom land i stedet for egenkapital.

Skatteutvalget viser at gjeldsgraden i gjennomsnitt for alle norske selskaper er 4–5 prosentpoeng høyere enn det som ville vært optimalt med finansieringsnøytralitet, og at dette leder til et effektivitetstap som tilsvarer 2–3 prosent av samlet selskapsskatt.[3]

Skatteutvalget har en grundig gjennomgang av ulike modeller som kan rette opp denne skjevheten i selskapsskatten. I hovedsak dreier dette seg om modeller som gir fradrag for finansieringskostnadene ved egenkapital (ACE-modeller) eller ved å nekte fradrag for finansieringskostnader ved gjeld (CBIT-modeller). Utvalget fant at en ACE-modell er svært godt egnet til å skape nøytralitet mellom ulike finansieringskilder. Modellen har også andre fordeler, blant annet at insentivene til å drive skattetilpasning gjennom tynn kapitalisering svekkes og at investeringsinsentivene styrkes. Utvalget fant ikke at en CBIT hadde tilsvarende fordelaktige egenskaper. Utvalget valgte

[3] NOU 2014: 13 *Kapitalbeskatning i en internasjonal økonomi*.



Figur 8.4 Ikke-finansielle selskapers gjeld som andel av driftsresultat i utvalgte land. Prosent. 2015.

Kilde: OECD

likevel å prioritere et forslag om å redusere selskapsskatten til 20 prosent, blant annet med en begrunnelse om at modellen kan være komplisert å integrere med personbeskatningen.

Utvalgets vurderinger av selskapsskatten

En lavere formell skattesats vil redusere kapitalkostnadene ved vurdering av investeringsprosjekter i Norge. Dette er positivt for næringslivets tilgang til kapital, og utvalget legger til grunn at regjeringen følger opp enigheten i Stortinget om å vurdere ytterligere reduksjoner i skattesatsen på alminnelig inntekt dersom utviklingen internasjonalt skulle tilsi det.

Den skattemessige favoriseringen av gjeld fremfor egenkapital som finansieringskilde, stimulerer til høyere gjeldsgrad i selskapene og vrir konkurransen i disfavør av selskaper som har dårlig tilgang til annen finansiering enn egenkapital. Redusert skattesats og begrensninger i rentefradraget demper effekten av dette, men det er likevel fortsatt en sterk favorisering av gjeld.

Utvalgets anbefaling

– Det bør vurderes endringer for i større grad å likebehandle gjeld og egenkapital i selskapsskatten.

8.3.3 Formuesskatt

Om formuesskatten

Norge er et av relativt få OECD-land som har skatt på nettobeholdningen av formue. I 2018 er det bare Frankrike, Norge, Spania og Sveits av OECD-landene som har formuesskatt, mot 12 land i 1990. I Frankrikes reformprogram for 2017–2022 er formuesskatten vedtatt avskaffet og erstattet med en eiendomsskatt. Mange land har imidlertid andre former for beskatning av kapitalbeholdning, som skatt på arv og gaver eller eiendomsskatt (jf. figur 8.1). I tillegg har behovet for å styrke statenes inntekter etter finanskrisen, samt økt kunnskap om og bekymring for fordelingen av formue i befolkningen, ført til økt interesse for formuesskatt i en del OECD-land.[4]

Den norske formuesskatten utlignes i 2018 på personlige skattytere med 0,85 prosent av skattepliktig nettoformue, det vil si bruttoformue fratrukket gjeld, over et bunnfradrag på 1 480 000 kroner (2 960 000 kroner for ektepar). Den skattemessige verdien av formueseiendelene skal i utgangspunktet være markedsverdi. Mange eiendeler verdsettes til dels svært forskjellig fra antatt markedsverdi, og det er egne verdsettelsesrabatter for bolig, aksjer og driftsmidler. Visse eiendeler, som forretningsverdi (*goodwill*) og egenutviklede immaterielle rettigheter i unoterte selskaper og fremtidige pensjonsrettigheter, er helt unntatt fra formuesskatt. I tillegg vil verdianslagene vanligvis ikke være oppdaterte på samme måte som for markedsprisede eiendeler, noe som vil skape treghet i samvariasjonen mellom skattemessige og faktiske verdier.

Formuesskatten er blitt endret en rekke ganger, senest i 2018 som følge av enigheten om skattereform på Stortinget. Tabell 8.1 viser gjeldende verdsettelse av ulike kategorier i formuesskattegrunnlaget, som andel av anslått markedsverdi, eller brutto formuesverdi før verdsettelsesrabatt der det ikke er noe objektivt grunnlag for å anslå

[4] OECD. (2017). *The Role and Design of Net Wealth Taxes in the OECD.*

Tabell 8.1 Oversikt over verdsetting av ulike formuesobjekter for formuesskatten i 2018.

Formuesobjekt	Aksjer/ driftsmidler	Næringseiendom	Bolig, primær	Bolig, sekundær	Fritidseiendom	Bankinnskudd/ annen gjeld
Verdsetting eiendel[1]	80 pst.	80 pst.	25 pst.	90 pst.	Maks 30 pst.[2]	100 pst.
Verdsetting gjeld[3]	80 pst.	80 pst.	100 pst.	90 pst.	100 pst.	100 pst.

[1] I prosent av anslått markedsverdi eller brutto formuesverdi før verdsettelsesrabatt, der det ikke er grunnlag for å anslå markedsverdi.

[2] Ved førstegangstaksering av nyoppførte fritidsboliger skal formuesverdien verken overstige 30 prosent av eiendommens kostpris inkludert grunn eller 30 prosent av eiendommens markedsverdi. På grunn av manglende oppjustering av formuesverdier i perioder med prisvekst på fritidseiendom, har mange eldre fritidsboliger svært lave formuesverdier.

[3] For å likebehandle eiendeler og gjeld skattemessig, reduseres tilordnet gjeld til objektet med tilsvarende sats som eventuell verdsettelsesrabatt. Dette gjelder imidlertid ikke for primærbolig og tilordnet gjeld.

Kilde: Finansdepartementet

markedsverdi (for eksempel ikke-børsnoterte aksjer og en rekke driftsmidler).

I tillegg til verdsettelsesrabatter kan det være systematiske avvik mellom skattemessige verdier og markedsverdier. Å måle avvik mellom skattemessige verdier og markedsverdier er krevende, og det knytter seg betydelig usikkerhet til anslagene. Skatteutvalget gjorde en grundig gjennomgang av dette, for å vurdere avskrivningssystemet, og fant at særlig enkelte eiendeler som goodwill, skip med videre, fly med videre og bygg og anlegg har lave skattemessige verdier. Stort sett fant skatteutvalget at avskrivningssatsene treffer godt i det norske skattesystemet.[5] Gobel og Hestdal (2015) anslår imidlertid i en studie av 133 selskaper som var registrert på den såkalte OTC-listen i perioden 2007–2014, at den reelle verdsettelsesrabatten for unoterte aksjer er om lag to tredjedeler i gjennomsnitt. Det er store variasjoner i forholdet mellom ligningsverdi og markedsverdi blant de ulike OTC-registrerte selskapene, men studien indikerer at unoterte selskap i gjennomsnitt verdsettes betydelig lavere enn markedsverdi.[6]

Formuesskattens begrunnelse

Formuesskatten er hovedsakelig fordelingsmessig begrunnet. Formue er svært skjevt fordelt i befolkningen og fordelingen av formue er vesentlig mer konsentrert enn fordelingen av inntekt. Andelen finansiell formue er også betydelig høyere for dem med høy inntekt og formue enn dem med lav inntekt og formue.[7]

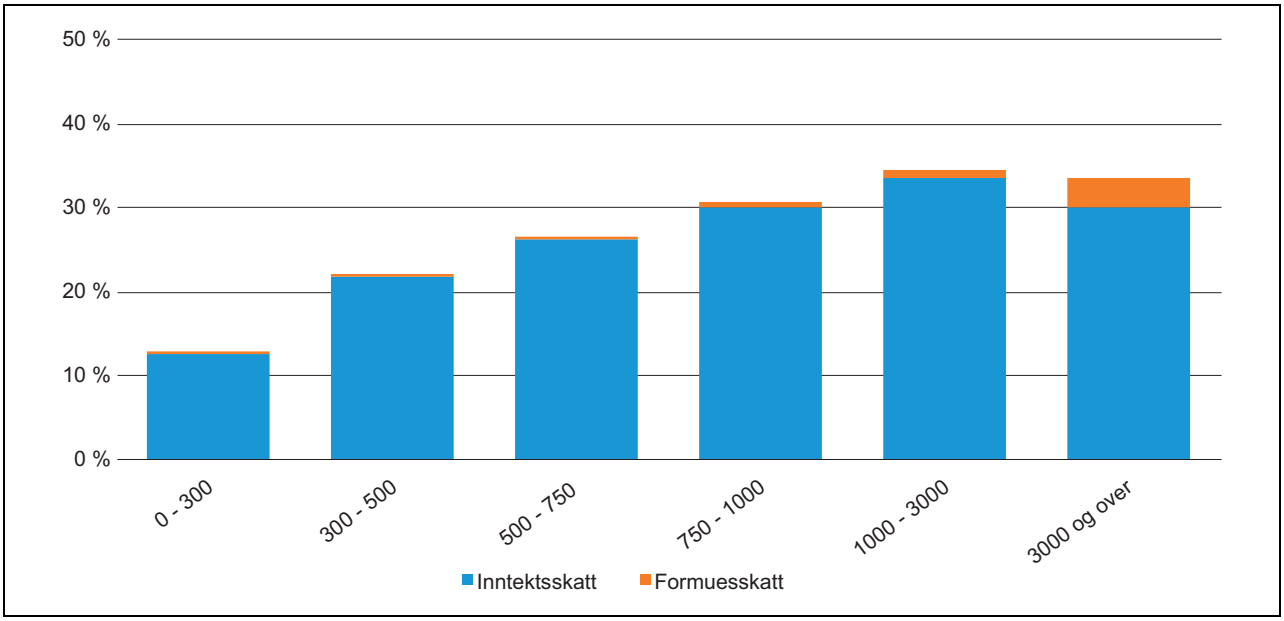
Et såkalt dualt inntektsskattesystem som det norske, er kjennetegnet ved en lav og flat skattesats på kapitalinntekter. Dette gir en særlig fordelingsmessig begrunnelse for å skattlegge beholdningen av kapital ved at det bidrar til progressivitet i skattesystemet. De fleste land skattlegger alle typer inntekter etter en felles progressiv satsstruktur, noe som ikke gir samme behov for å skattlegge formue, for å sikre progressivitet. Etter skattereformen i 2006 ble det innført skatt på personers aksjeinntekter, utover det som tilsvarer en risikofri alternativavkastning (skjermingsfradraget). Dette innebærer at det i dag er en progressiv beskatning av aksjeinntekter, og Skatteutvalget som utredet skattereformen i 2006, mente dette i noen grad ville kompensere for fordelingseffekten av å avvikle formuesskatten.[8] Figur 8.5 viser skatt som andel av bruttoinntekt i ulike intervaller.

5 NOU 2014: 13. *Kapitalbeskatning i en internasjonal økonomi.*

6 Gobel, M. N. & Hestdal, T. (2015). *Formuesskatt på unoterte aksjer - en analyse av ulikheter i verdsettelsesgrunnlaget til børsnoterte og unoterte aksjer.*

7 OECD. (2017). *The Role and Design of Net Wealth Taxes in the OECD.*

8 NOU 2003: 9. *Skatteutvalget – Forslag til endringer i skattesystemet.*



Figur 8.5 Skatt som andel av bruttoinntekt. Alle skattytere fordelt i ulike intervaller for bruttoinntekt. Tall i tusen kroner. Prosent. 2015.

Kilde: Finansdepartementet

Figuren viser at skattesystemet fra og med 2017 er regressivt når inntekten overstiger 3 millioner kroner, også når formuesskatten er inkludert.

En annen begrunnelse for beskatning av formue er at man kan skattlegge såkalt ikkepekuniær avkastning, altså fordeler som oppnås med stor formue (for eksempel sosial status, makt og innflytelse, opplevelser knyttet til smykker, kunst, verdien av konsum av formuesobjekter som bil, båt, hytte eller lignende). En ren inntektsbeskatning fanger ikke opp slike fordeler og vil kunne vri formuesplasseringen i retning av objekter med lav pengemessig avkastning og høy ikkepekuniær formuesavkastning.

En tredje begrunnelse for formuesskatten er at den avlaster andre skatteformer, slik at beskatningen kan fordeles på flere skattegrunnlag. Dette kan bidra til å unngå konsentrert beskatning av enkelte skattegrunnlag med høye satser, og dermed redusere det samlede effektivitetstapet skattesystemet påfører økonomien. Dette forutsetter imidlertid at formuesskatten ikke er utformet slik at de økonomiske skadevirkningene av denne skatten er høyere enn for andre skatter. Forutsetningene for dette diskuteres nærmere nedenfor.

Prinsipielle sider ved formuesskatten

Det er vanskelig å konkludere entydig om hvorvidt beskatning av netto formuesbeholdning samlet sett har positive eller negative effektivitetsvirkninger, sammenlignet med andre skatter. Stort sett alle skatter har negative virkninger på økonomien, når de vurderes isolert. Et unntak kan være skatter som ilegges for å korrigere markedssvikt, for eksempel miljøskatter. Det er derfor nødvendig å vurdere effekten av ulike skatter i forhold til hverandre, gitt at beskatningen samlet skal tilfredsstille politisk bestemte krav til skatteinntekter og fordelingsvirkninger. Nedenfor gjennomgås argumentene for og mot formuesskatten.

Argumenter for formuesskatt

Formuesskatt kan bidra til effektiv formuesforvaltning. Et argument for å ha skatt på formue er at det er en skatt på formuens potensielle avkastning. Under visse forutsetninger om effektive markeder for formuesgjenstander vil markedsverdien representere formuesverdiens avkastningspotensial, altså den avkastningen formuesgjenstanden vil ha i sin beste anvendelse. Dersom formuesanvendelsen gir en lavere avkastning enn dette, kan det være et uttrykk for ineffektiv formuesforvaltning. Skatt på *realisert* avkastning vil i motsetning til skatt på *potensiell* avkastning gi et insentiv til slik ineffektiv forvaltning, fordi den effektive skattesatsen blir lavere.[9] Guvenen m.fl. (2017) viser at en reform som erstatter en ordinær inntektsbeskatning med formuesskatt, kan gi økt produktivitet og økonomisk vekst, fordi skattebyrden flyttes over på mindre produktive entreprenører. Argumentet hviler på en betingelse om at formuesskatten er nøytralt utformet, med hensyn til verdsettingen av de ulike formuesobjektene, og at markedsverdiene er observerbare.[10] En innvending mot dette argumentet er at en inntektsskatt kan utformes som en skatt på renprofitt, hvor den såkalte normalavkastningen unntas fra beskatning. Et slikt system vil være nøytralt og uten effektivitetstap, fordi en slik skatt ikke øker avkastningskravet til å investere. Den norske aksjonærmodellen med skjermingsfradraget er utformet etter dette prinsippet.

Formuesskatt kan motvirke innelåsning. En riktig utformet formuesskatt er også en skatt på verdistigningen av formuesobjektet. Et problem med en realisasjonsbasert inntektsskatt er at verdistigning ikke skattlegges før ved realisasjon. Det gir insentiv til å utsette realisasjonen, og dermed beskatningen, selv om avkastningen av kapitalen kan være høyere i alternative anvendelser. Dersom alle objekter i formuesskattegrunnlaget inngår med fulle markedsverdier, vil formuesskatten fungere som en løpende skatt på urealiserte gevinster, slik at tidspunktet for realisering ikke spiller noen skattemessig rolle.

Formuesskatt kan lette skattemyndighetenes kontrolloppgaver. En vesentlig administrativ oppgave for skattemyndighetene er kontroll med inntektsopplysninger. Feilaktige inntektsopplysninger er en trussel mot skattesystemets legitimitet. Det svekker både effektiviteten og fordelingsegenskapene til skattesystemet. Registrering av formue for skatteformål kan avhjelpe dette, fordi registrering av bevegelser i formuen kan gi en indikasjon på om alle inntekter er oppgitt til beskatning.

---

9 Dette hensynet har for eksempel vært viktig for beskatning av formue i Nederland, som ikke har en formuesskatt i vanlig forstand, men et system med skatt på forventet avkastning (tilsvarende 4 prosent) av netto spare- og investeringskapital. Sverige har også en form for formuesskatt på sin «Investeringssparkonto» hvor den skattepliktige avkastningen av børsnoterte aksjer m.m. beregnes sjablongmessig uten fradrag for eventuelle tap.

10 Guvenen, F., Kambourov, G., Kuruscu, B., Ocampo-Diaz, S. & Chen, D. (2017). *Use It or Lose It: Efficiency Gains from Wealth Taxation*.

Formuesskatten er residensbasert. For å sikre at investeringer foretas der avkastningen er størst før skatt, er det norske skattesystemet basert på residensprinsippet. Det innebærer at norske skattytere (også selskaper) skal skattlegges tilsvarende norsk skattenivå, uansett hvor i verden inntekten opptjenes. Residensprinsippet er enklere å gjennomføre for personer enn for selskaper. For selskaper er man avhengig av krediteringsmetoder for utenlandsk betalt skatt, for å unngå internasjonal dobbeltbeskatning, siden alle land ilegger selskapsskatt også av utenlandskeide selskaper. I Norge har vi gått over til en unntaksmetode (fritaksmetoden) for selskapsinntekter opptjent i EØS-land og på visse vilkår utenfor EØS. Dette tilsier at Norge de facto benytter kildeprinsippet og ikke residensprinsippet for slike inntekter. I tillegg er selskapsbeskatning i seg selv krevende, som følge av stadig økende kapitalmobilitet og skattekonkurranse mellom land. En generell trend internasjonalt, for å styrke residensprinsippet, er derfor å flytte kapitalbeskatningen bort fra selskaper og over på personlige skattytere. Dette kan gjøres ved å redusere selskapsskatten og øke beskatningen av personlige kapitalinntekter og formue.

Fordelen med residensprinsippet er blant annet basert på at kapital regnes som mer mobil over landegrensene enn fysiske personer. Det er god grunn til anta at dette stemmer. Likevel er det utvilsomt slik at enkelte svært formuende personer vil velge å flytte fra landet for å unngå formuesskatt. Det kan påvirke sammensetningen av utenlandsk og norsk eierskap i Norge, dersom eieren også flytter sin kapital ut av Norge. Det kan være uheldig, dersom det medfører at det ikke er den eieren som har størst eierskapsfortrinn til et gitt selskap som blir eier. Det er imidlertid uklart i hvilken grad dette skjer som følge av formuesskatt. I enkelte tilfeller kan det også være utenlandske eiere som vil ha størst eierskapsfortrinn. Det kan også være utfordrende å kontrollere at formue i utlandet ikke holdes skjult for norske skattemyndigheter. Dette omtales nærmere nedenfor.

Argumenter mot formuesskatt

Formuesskatten kan påvirke risikotakingen. En formuesskatt basert på markedsverdier, virker nøytralt med hensyn til risiko og vil ikke føre til økt avkastningskrav hos en risikoavers investor.[11] En symmetrisk inntektsskatt vil derimot virke risikoavlastende, fordi staten bærer en del av risikoen for investeringen gjennom tapsfradraget. For en risikoavers investor vil dermed inntektsskatten bidra til å redusert risiko ved investeringer i risikable prosjekter. Dette kan være en ønskelig egenskap ved skattleggingen dersom man legger til grunn at staten er bedre rustet til å ta risiko enn private investorer, fordi staten har et veldiversifisert eierskap til alle investeringsprosjekter gjennom skattesystemet. I dette perspektivet kan en inntektsskatt være å foretrekke fremfor en formuesskatt. Dersom formuesskatten i tillegg er basert på bokførte regnskapsverdier og ikke markedsverdier, kan formuesskatten gi økt risiko og dermed økt avkastningskrav, for eksempel ved investeringer i unotert næringsvirksomhet.[12] På en annen side vil slike investeringer som regel ha en verdsetting som ligger betydelig under markedsverdien av eiendelene, noe som kan redusere effekten av økt risiko.[13] Den lave verdsettingen av aksjer i unoterte selskaper kan virke som et hinder for børsnotering, fordi formuesverdiene av aksjene for formuesskatteformål gjerne vil stige kraftig når de verdsettes til markedsverdier.

En alternativ utforming av formuesskatten kan være å basere den på endringer i formuens markedsverdi i stedet for netto formuesbeholdning, en såkalt mark-to-market-skatt på verdistigning.[14] En slik skatt vil gi fullt tapsfradrag for reduksjon i markedsverdien av formuen når det går dårlig, og dermed ha de samme risikoegenskapene som en symmetrisk inntektsskatt. En slik skatt vil i tillegg være nøytral med hensyn til tidspunkt for realisasjon, i motsetning til en realisasjonsbasert inntektsskatt. Utfordringen vil likevel være å anslå årlig oppdaterte markedsverdier av ulike eiendeler.

Formuesskatten kan påvirke sparingen. Alle personlige kapitalskatter påvirker sparebeslutningene, og i prinsippet er det ikke forskjell på skatt på formue og andre skatter på kapitalinntekter. Det som i praksis skiller formuesskatten fra andre inntektsskatter er at den effektive skatten kan bli svært høy, særlig når realavkastningen er lav. Et individ vil spare, hvis den økonomiske kompensa-

---

11 Sandmo, A. (1985). *The Effects of Taxation on Savings and Risk Taking*, Handbook of Public Economics vol. 1, s. 265–331.

12 Johnsen, T. & Lensberg, T. (2014). *A Note on the Cost of Collecting Wealth Taxes.*

13 Schindler, D. (2017). *Wealth Taxation, Non-listed Firms, and the Risk of Entrepreneurial Investment.*

14 Endringer i formue og konsum regnes gjerne i skatteøkonomisk litteratur som et bedre inntektsskattegrunnlag enn selve inntektsstrømmen. Dette er kjent som Schanz-Haig-Simons' inntektsbegrep jf. for eksempel OECD. (2006). *Fundamental Reform of Personal Income Tax.*

sjonen ved å utsette konsum er høyere enn individets realavkastningskrav. Dersom avkastningen også avspeiler den samfunnsøkonomiske avkastningen av sparingen, får vi et samfunnsøkonomisk optimalt omfang av sparing. Dersom skatten reduserer sparingen, kan nivået på samlet sparing bli lavere enn det som er samfunnsøkonomisk optimalt.

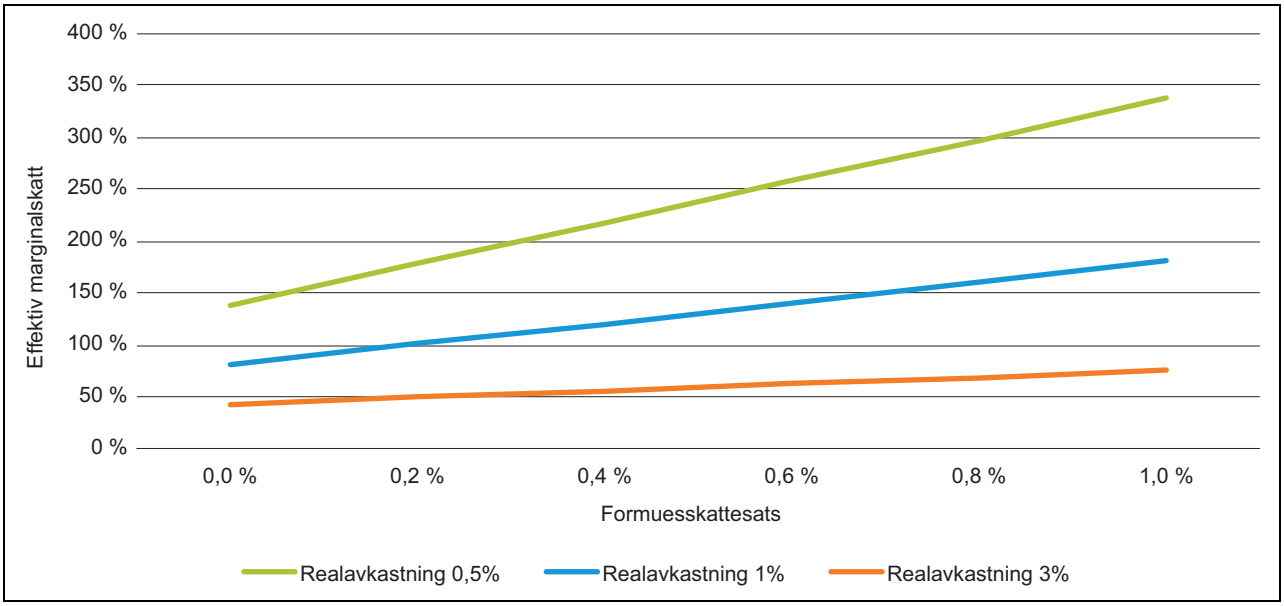
Skatt på sparing reduserer spareavkastningen. Dersom dette fører til at avkastningen på sparingen ikke lenger tilfredsstiller sparerens realavkastningskrav, vris valget mellom konsum i dag og sparing til fremtidig konsum (den såkalte substitusjonseffekten). Effekten avhenger imidlertid også av effekten skatten har på samlet konsummulighet (den såkalte inntektseffekten). Fordi skatten i seg selv reduserer muligheten for konsum i fremtiden, vil dette isolert sett gi insentiv til å øke sparingen for å opprettholde ønsket nivå på fremtidig konsum. Selv om effekten av skatt på sparing ikke er entydig, er det grunn til å tro at en formuesskatt i sum har en negativ effekt på sparingen, særlig når den effektive skattesatsen blir svært høy. Empiriske studier viser likevel at effekten er relativt moderat.[15]

Verdsettingsreglene i den norske formuesskatten påvirker også *sammensetningen* av sparingen. Svært store forskjeller i verdsettingen[16] av ulike formuesobjekter bidrar til å vri sparesammensetningen bort fra det som ville vært samfunnsøkonomisk optimalt i en situasjon med nøytral eller ingen beskatning. Selv om formuesskatten i prinsippet kan utformes nøytralt, er dette i praksis det største effektivitetsproblemet med den norske formuesskatten slik den er utformet.

Formuesskatten kan påvirke investeringene. Formue beskattes som nevnt ovenfor etter residensprinsippet. Det innebærer at formuesskatten i prinsippet ikke påvirker en norsk investors beslutning om å investere i Norge eller i utlandet. Utenlandske investorer i Norge er ikke berørt av formuesskatten. Spørsmålet er da om formuesskattens effekt på sparebeslutningene også får betydning for investeringene. Det finnes det ikke et enkelt og entydig svar på. I prinsippet kan man si at med perfekt kapitalmobilitet mellom land, vil spare- og investeringsbeslutninger være helt uavhengige, og omvendt: Dersom et land er helt isolert, vil spare- og investeringsbeslutninger være helt sammenfallende. Spørsmålet blir da i hvilken grad det eksisterer lønnsomme prosjekter i Norge som er avhengig av egenkapital fra norske personlige investorer for å bli realisert. Det er rimelig å

[15] Se f.eks. Zoutman, F.T. (2014). *The Effect of Capital Taxes on Household's Portifolio Composition and Intertemporal Choice: Evidence from the Dutch 2001 Capital Income Tax Reform* og Seim, D. (2017). *Behavioral Responses to Wealth Taxes: Evidence from Sweden*.

[16] Forskjell i verdsettingen skjer både gjennom den verdsettingsrabatten som innvilges på de ulike formuesobjektene og ved at det er avvik mellom skattemessig verdi og markedsverdi, blant annet ved at det er ulikt hvor oppdatert markedsverdien som legges til grunn for verdsettingen et gitt år er.



Figur 8.6 Effektiv marginal skattesats på bankinnskudd på y-aksen med ulike formuesskattesatser på x-aksen. Det forutsettes inflasjon på 2,5 prosent og en skattesats på alminnelig inntekt på 23 prosent.

Kilde: Finansdepartementet

anta at vi i Norge ikke befinner oss i noen av ekstremløsningene ovenfor, og at formuesskatten dermed kan forventes å ha en viss effekt på investeringene, i det minste i noen sektorer eller for noen bedrifter. Ikke minst viser en del økonomisk litteratur at investorer ofte har en tendens til å investere i sitt eget hjemland (*home bias*). Skatteutvalget fra 2014 konkluderer med at formuesskatten bare i begrenset grad virker inn på investeringsomfanget i Norge, men at den kan ha betydning for bedrifter som ikke kan henvende seg til et internasjonalt kapitalmarked.[17] Hansson (2010) konkluderer i en studie av 20 OECD-land over 20 år med at formuesskatt reduserer økonomisk vekst gjennom reduserte investeringer, men at effekten er svært liten.[18]

Den skjeve verdsettingen av formuesobjekter kan også påvirke sammensetningen av realkapital, i den grad sparebeslutninger og investeringsbeslutninger er sammenfallende.

Formuesskatten kan gi likviditetsproblemer. Siden formuesskatten ikke er basert på en underliggende inntektsstrøm, kan den påløpe selv om skattyteren er uten likvide midler til å betale den med. Dersom skattyteren også står overfor restriksjoner i kredittmarkedet kan man bli nødt til å realisere deler av formuen for å betale formuesskatten. Dette kan innebære et effektivitetstap dersom den realiserte kapitalen får en alternativ anvendelse med lavere avkastning. Det kan også oppleves som mer byrdefullt eller urimelig for skattyter å måtte realisere formue eller ta opp lån for å betale skatt, enn at skatten utlignes på en realisert inntektsstrøm. En måte å motvirke likviditetsutfordringen på, kan være å omgjøre skatteforpliktelsen til et (rentebærende) lån fra staten. En midlertidig ordning med mulighet for utsettelse av formuesskatten ble innført i 2016. Denne ordningen har vært lite brukt. Studier på norske data gir også en indikasjon på at likviditetsutfordringer som følge av formuesskatten, ikke er et stort hinder for bedriftenes kapitaltilgang.[19]

Formuesskatten kan gi store administrative kostnader. Argumentene for en formuesskatt som er beskrevet ovenfor, avhenger kritisk av to ting. Det ene er at verdifastsettelsen baseres på markedsverdier og er uten unntak og verdsettingsrabatter. Det andre er at all formue faktisk kommer til beskatning og ikke for eksempel skjules i utlandet. Dersom disse forutsetningene ikke i tilstrekkelig grad er oppfylt, vil både effektivtetsegenskapene og fordelingsegenskapene til formuesskatten bli dårligere.

For en del eiendeler som omsettes sjelden, eksisterer det ikke oppdaterte markedspriser. Selv om det eksisterer ulike tekniske metoder for å fastsette indikative verdier der det ikke foreligger markedsverdier (for eksempel av eiendeler i unoterte selskaper og immaterielle eiendeler[20]), kan disse være både teknisk og administrativt krevende å benytte. I tillegg er det innført betydelige verdsettelsesrabatter for enkelte objekter, særlig primærbolig og fritidseiendom, som er politisk svært krevende å fjerne. Disse utfordringene gjør at formuesskattegrunnlaget i dag er svært skjevt og til dels svært forskjellig fra markedsverdier for en del objekter.

Finansiell formue er svært mobil. Selv om alle norske skattytere er skattepliktig for all formue plassert i utlandet, er det grunn til tro at det også finnes skjulte formuer i utlandet som er eid av norske personer. Zucman (2015) finner at trolig mer enn 8 prosent av verdens samlede finansformue er skjult i skatteparadiser, og det er rimelig å legge til at personer i land med formuesskatt har sterkere insentiver til å skjule formue i utlandet.[21] Seim (2017) finner i en studie av den tidligere svenske formuesskatten at elastisiteten av formuesskatt på sparing er relativt liten, og at den i det vesentligste skyldes skatteunngåelse og ikke virkninger på spareatferden.[22]

Det er gjort et omfattende internasjonalt arbeid for å bedre informasjonsutvekslingen mellom land, og per 2017 har alle OECD- og G20-land inngått avtale om EIOR (*Exchange of Information On Request*). De fleste skatteparadisene har også sluttet seg til dette avtalenettverket. Dette innebærer at kontrolloppgaven trolig vil bli lettere når det gjelder å avdekke skjulte utenlandsformuer.

Utvalgets vurderinger av formuesskatten

Det er vanskelig på rent skatteteoretisk grunnlag å avgjøre om formuesskatten er mer uheldig eller er til større hinder for næringslivets kapitaltilgang enn andre personskatter på kapital. Utvalget ser

[17] NOU 2014: 13. *Kapitalbeskatning i en internasjonal økonomi*.

[18] Hansson, Å. (2010). *Is the Wealth Tax Harmful to Economic Growth?*, s. 19-34.

[19] Edson, C. (2012). *The Capital Constraining effects of the Norwegian Wealth Tax*.

[20] Jf. f.eks. NOU 1991: 17. *Bedrifts- og kapitalbeskatningen – beskatning av formue*.

[21] Zucman, G. (2015). *The Hidden Wealth of Nations - The Scourge of Tax Havens*.

[22] Seim, D. (2017). *Behavioral Responses to Wealth Taxes: Evidence from Sweden*.

likevel flere problematiske sider ved formuesskatten fra et kapitaltilgangsperspektiv. Den relative betydningen av formuesskatten blir dessuten høyere ved et lavt rentenivå. Renten på bankinnskudd og obligasjoner med relativt lav risiko er nå på et nivå hvor det er negativ realavkastning etter skatt, slik at løpende avkastning i mange tilfeller ikke kan finansiere betaling av formuesskatt.

For at formuesskatten ikke skal ha store negative virkninger for investeringer, risikotaking og kapitaltilgang, er det avgjørende at grunnlaget så langt som mulig er basert på markedsverdier, uten unntak eller rabatter, slik at satsene kan være lave. Selv om det er gjort noen endringer i formuesskatten i oppfølgingen av skatteforliket, er grunnlaget i formuesskatten fortsatt svært skjevt og avviker til dels betydelig fra oppdaterte markedsverdier for enkelte aktiva. Utvalget tror imidlertid ikke det er realistisk at grunnlagene i formuesskatten vil blir gjort ensartet og basert på markedsverdier. I Frankrike er ønsket om å stimulere mer produktive investeringer sentralt i skattereformen som innebærer fjerning av formuesskatten. Frankrike har vært et av de få gjenværende landene i OECD med slik skatt foruten Norge.

For det andre er utvalget bekymret for effekten av formuesskatten for bedrifter og eiere med svak likviditet. Utvalget anerkjenner at hensynet til utjevning kan tale for å skattlegge store formuer, uavhengig av inntektsstrømmen. Men dersom utviklingen av bedrifter som kan forventes å bli lønnsomme i fremtiden, forhindres av at eiere med svak likviditet må betale formuesskatt, kan formuesskatten ha betydelige negative effekter. Det er, etter utvalgets mening, ikke et tilstrekkelig godt argument at formuesskatten kan betales med lån eller andre finansieringskilder, da dette ikke nødvendigvis er tilgjengelig for eierne. Dette gjelder ikke minst for eiere av virksomheter hvor fremtidig lønnsomhet er beheftet med betydelig usikkerhet. Dersom lån skulle være tilgjengelig, vil den økte gjelden kunne øke risikoen forbundet med investeringen til et nivå som gjør investeringen forventningsmessig ulønnsom.

For det tredje er utvalget bekymret for at formuesskatten kan påvirke sammensetningen av utenlandsk og norsk eierskap i Norge ved at den kan medvirke til at kapitalsterke privatpersoner flytter fra Norge. Det kan være uheldig dersom det medfører at norske selskaper ikke får eiere med størst mulig eierskapsfortrinn. Det argumenteres ofte for at det er en fordel med eiere med lokal tilknytning. Et skattesystem som fortrenger eller demotiverer norsk eierskap og kapitaltilgang, er uansett uheldig.

Norsk beskatning, og især formuesskatt, oppgis som en viktig årsak til at flere eiere av store finansielle og industrielle formuer har forlatt Norge. Dette har lagt grunnlaget for en forholdsvis sterk norsk «investorklynge» i for eksempel London og Zürich. Dette vil også kunne gjøre det mer attraktivt for andre å flytte etter. Ytterligere investeringer i norsk næringsliv antas over tid å synke fra formuende som har forlatt Norge. Ønsket om å unngå utflytting av industrielt eierskap og beslutningsmyndighet synes å ha stått sentralt i avviklingen av formuesskatten i andre land, blant annet i Sverige, som har lang tradisjon i langsiktig industrielt eierskap.

Dersom det for eksempel av provenyhensyn ikke er rom for en avvikling av formuesskatten, bør det tilstrebes endringer som gir så like grunnlag og så lav sats som mulig. Dette er i tråd med forslaget til Skatteutvalget (2014). Utvalget har fått Statistisk sentralbyrå til å regne på to ulike utforminger av en provenynøytral omlegging av formuesskatten, hvor eiendelene verdsettes til henholdsvis 80 og 50 prosent av gjeldende ligningsverdier. Provenyanslagene er regnet i forhold til skattereglene for 2018.

I alternativ 1 settes alle eiendeler og all gjeld til 80 prosent av ligningsverdi. En slik omlegging gir isolert sett et *økt* proveny på om lag 2,4 milliarder kroner. Dersom bunnfradraget holdes uendret på 1 480 000 kroner, gir dette rom for en satsreduksjon på 0,4 prosentpoeng, fra 0,85 prosent til 0,45 prosent.

I alternativ 2 settes alle eiendeler og all gjeld til 50 prosent av ligningsverdi. Grunnlagsendringen i dette alternativet gir isolert sett et *redusert* proveny på om lag 2 milliarder kroner. For å unngå økning satsen, reduseres bunnfradraget med 290 000 til 1 190 000 kroner, slik at alternativet blir provenynøytralt.

Utvalgets anbefalinger

– Ut fra et kapitaltilgangsperspektiv har formuesskatten negative effekter. På denne bakgrunn anbefaler utvalget at formuesskatten avvikles og eventuelt erstattes med andre skatter, som kan ha mindre negative effekter på næringslivets kapitaltilgang, og samtidig ivaretar hensyn til utjevning og en rimelig fordeling av skattebyrden, for eksempel eiendomsskatt. En slik skattlegging blir mer i tråd med andre OECD-land. En avvikling av formuesskatten vil inne-

bære et provenytap på om lag 14 milliarder kroner.

– Dersom man likevel velger å beholde formuesskatten, mener utvalget subsidiært at verdsetting av formuesobjekter må gjøres langt mer ensartet, slik at den relative ulempen i beskatningen av andre formuesobjekter enn primærbolig fjernes. Gjeldsfradraget på enkelteiendeler bør også begrenses til eiendelens verdi i formueskatteberegningen. Eventuelt økt proveny som følge av et markedsverdibasert skattegrunnlag bør brukes til å sette ned skattesatsen.

8.3.4 Skatt på aksjeinntekter

Utbytte og gevinster på aksjer til personer skattlegges etter aksjonærmodellen. Utbytte utover skjermingsfradraget skattlegges som alminnelig inntekt på eierens hånd. Selskapsaksjonærer er i hovedsak fritatt for utbytteskatt gjennom fritaksmetoden.

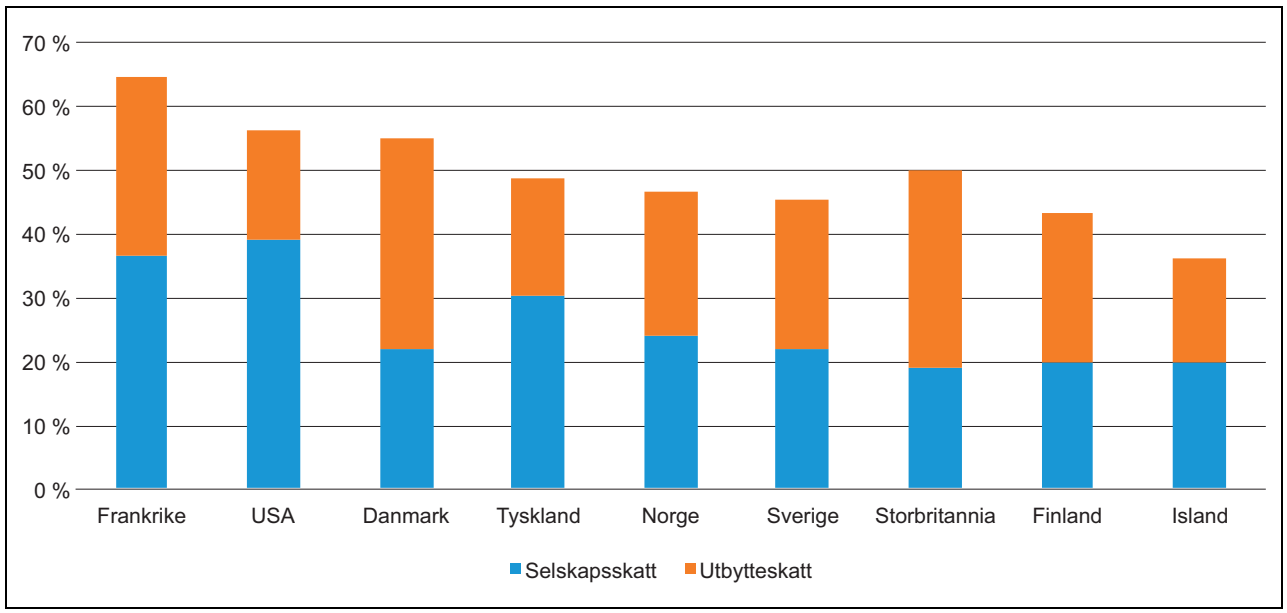
Skjermingsfradraget beregnes i utgangspunktet som aksjens kostpris multiplisert med en skjermingsrente. Skjermingsrenten skal gjenspeile renten etter skatt på en risikofri investering. Det er dermed avkastning utover det man kan oppnå ved en alternativ, risikofri plassering av kapitalen, som ilegges utbytteskatt. Dersom utbyttet er lavere enn skjermingsfradraget, legges det ubenyttede skjermingsfradraget til skjermingsgrunnlaget for neste år. Ubenyttet skjermingsfradrag følger den enkelte aksje og kan ikke trekkes fra i inntekter fra andre aksjer. Ved realisasjon av aksjer vil gevinst være skattepliktig som alminnelig inntekt og tap være fradragsberettiget i alminnelig inntekt. Eventuell ubenyttet skjerming kan trekkes fra i gevinst. Er ubenyttet skjerming større enn gevinsten, går resten av det ubenyttede skjermingsfradraget tapt.

I en åpen økonomi med perfekt kapitalmobilitet kan man tenke seg at en norsk utbytteskatt ikke vil påvirke de marginale finansieringskostnadene til norske selskaper, fordi det vil være tilgjengelig kapital fra utenlandske investorer som ikke rammes av utbytteskatten. I så fall vil utbytteskatten i første rekke påvirke eiersammensetningen. Imidlertid er deler av selskapssektoren ikke så integrert i internasjonale finansmarkeder at de kan oppnå finansiering der.[23] En utbytteskatt uten skjerming kan dermed føre til vridninger innenfor den delen av selskapssektoren som ikke har tilgang på internasjonal finansiering.

Figur 8.7 viser samlet formell skattesats på utbytte i Norge sammenlignet med utvalgte land.

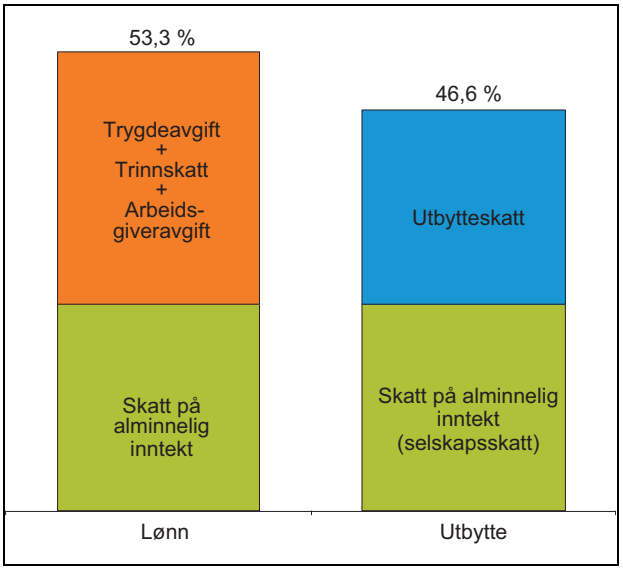
For aksjonærer består den samlede beskatningen av inntekt som opptjenes i selskapene av selskapsskatt og utbytteskatt. Siden 2006-reformen har det vært et mål at marginalskatten på utbytte inklusive selskapsskatt ikke skal være vesentlig lavere enn den maksimale marginalskatten på lønn inklusiv arbeidsgiveravgift. Hvis marginalskatten for eierinntekter er lavere enn marginal-

[23] Figur 4.9 viser at utenlandske investorer bidro med kun 10 prosent av kapitalen i aksjeemisjonene i norske unoterte selskaper i årene 2012–2015.



Figur 8.7 Samlet skattesats på utbytte i utvalgte OECD-land. 2017.

Kilde: OECD



Figur 8.8 Høyeste marginalskattesatser på arbeidsinntekter og eierinntekter. Prosent. 2017.

Kilde: Finansdepartementet

skatten for lønnsinntekter, vil enkeltpersoner kunne spare skatt ved å omdanne arbeidsinntekt til eierinntekt (inntektsskifting) i eget selskap.

Som vist i figur 8.6 kan den samlede effektive marginalskatten på kapitalinntekt øke betraktelig om man også regner med formuesskatten. I St.meld. nr. 29 (2003–2004) ble det lagt opp til at formuesskatten skulle avvikles på sikt, som en følge av innføring av utbytteskatt. Dette ble senere endret av Stoltenberg I-regjeringen. Dette innebærer at den effektive skattesatsen på aksjeinntekter i Norge kan bli svært høy sammenlignet med andre land, og kan bidra til en favorisering av utenlandske eiere på bekostningen av norske.

Skatteutvalget vurderte at forslaget om redusert selskapsskattesats gjorde det nødvendig å øke skatten på eierinntekter (utbytter, gevinster med mer utover skjermingsfradraget) for å unngå at motivet til inntektsskifting øker. Utvalgets flertall foreslo derfor at skatten på norsk eiers hånd settes slik at marginalskatten på eierinntekt inklusiv selskapsskatt blir om lag den samme som maksimal marginalskatt på lønn inklusiv arbeidsgiveravgift.[24]

I regjeringens skattemelding, Meld. St. 4 (2015–2016), og i den brede enigheten på Stortinget om skattereform, er det lagt til grunn at samlet marginalskatt på utbytte skal holdes om lag på dagens nivå. I skattemeldingen ble det blant annet vist til at økt utbytteskatt kan øke motivet til å omgå skatten og til å flytte ut av Norge.[25] Figur 8.8 viser ut fra skattesatsene i 2017 at utbytteskatten har blitt fastsatt slik at marginalskatten på eierinntekt er noe lavere enn høyeste marginalskatt på lønn.

Utvalgets vurderinger av skatt på aksjeinntekter

Utvalget viser til at samlet skattesats på utbytte ikke avviker vesentlig fra våre naboland, men at formuesskatten medfører at den samlede skatten på risikoinvesteringer i næringslivet blir høyere enn i våre naboland. Med utvalgets forslag vil formuesskatten på kapitalinvesteringer fjernes.

8.3.5 Eiendomsskatt og annen boligbeskatning

Fast eiendom er generelt lavt beskattet i Norge i forhold til sammenlignbare land, jf. figur 8.1. Ved fremleggelsen av statsbudsjettet for 2018 anslo Finansdepartementet den samlede netto skatteutgiften knyttet til bolig og fritidseiendom til om lag 34 milliarder kroner i 2017. Skatteutgift er et uttrykk for hva det offentlige taper som følge av at ulike skattytere eller ulike typer aktiviteter skattlegges mer lempelig enn det som følger av det generelle regelverket. Dette er et statisk anslag som ikke tar hensyn til at ved høyere skattlegging ville investeringene i disse formålene trolig bli redusert.

Den kommunale eiendomsskatten

Det er opp til den enkelte kommune å skrive ut eiendomsskatt. Inntektene fra eiendomsskatten tilfaller kommunen. Eiendomsskatten er en objektskatt, som blant annet betyr at det ikke blir tatt hensyn til gjeld med mer. Eiendomsskattesatsen skal være mellom 1 og 7 promille av eiendomsskattegrunnlaget og kan økes med 1 promille i året. Kommunene som innfører eiendomsskatt, har stor frihet i innretningen av skatten og kan velge mellom ulike utskrivningsalternativer (for eksempel bare næringseiendom, verk og bruk eller for all eiendom i hele kommunen). Utgangspunktet er at eiendomsskattetakstene skal tilsvare omsetningsverdi, men kommunene kan benytte en reduksjonsfaktor ved verdsetting av alle eiendomsskattepliktige eiendommer. I tillegg kan kommunene fastsette et årlig bunnfradrag (fast kronebeløp) for bolig og fritidseiendom.

[24] NOU 2014: 13. *Kapitalbeskatning i en internasjonal økonomi*.

[25] Meld. St. 4 (2015–2016). *Bedre skatt – En skattereform for omstilling og vekst.*

Det samlede provenyet fra eiendomsskatten anslås til om lag 13 milliarder kroner i 2017, hvorav drøyt halvparten kommer fra boliger og fritidsboliger. 366 kommuner skrev ut eiendomsskatt i 2017. Samlet sett medfører dette at det kan være store forskjeller i beskatningen av fast eiendom fra kommune til kommune, og at eiendomsskatten også kan oppleves som lite forutsigbar.

Annen boligbeskatning

Egen bolig eller fritidsbolig gir konsummuligheter over tid, som i økonomisk forstand regnes som en ikke-pengemessig inntekt. Frem til 2005 ble denne fordelen skattlagt. I dag er fordelen ved bruk av egen bolig skattefri. Konsum av boligtjenester er ilagt merverdiavgift ved oppføring av boligen, gjennom merverdiavgift på materialer og håndverkstjenester med mer. Gevinst ved salg av fast eiendom er i utgangspunktet skattepliktig som alminnelig inntekt. Salg av egen bolig (primærbolig) er likevel fritatt for skatt, hvis eieren har eid boligen mer enn ett år før salget og har brukt den som bolig i minst ett av de to siste årene. Tilsvarende er tap bare fradragsberettiget, dersom gevinsten ville vært skattepliktig. De fleste boliggevinster vil derfor være skattefrie. Tilsvarende regler gjelder for fritidsbolig, men der er eierkravet fem år, og brukskravet er fem av de siste åtte årene. Det gjelder også særlig gunstige regler for utleie av egen bolig. Til tross for den mangelfulle inntektsbeskatningen av egen bolig og fritidsbolig, gis det ubegrenset fradrag for gjeldsrenter på boliglån. I tillegg er det rabatt i formuesskatten i verdsettelse av egen bolig og fritidseiendommer, se avsnitt 8.3.3 om formuesskatt.

Ved tinglysing av hjemmelsoverdragelse av fast eiendom i grunnboken skal det betales dokumentavgift. Avgiften utgjør 2,5 prosent av omsetningsverdien. Dokumentavgiften omfatter alle typer eiendommer, altså bolig-, fritids- og næringseiendommer, med unntak av boretter i borettslag og aksjeleiligheter. Dokumentavgiften er fiskalt begrunnet og har ingen sammenheng med kostnadene ved tinglysingen av eiendom.

Utvalgets vurderinger av eiendomsbeskatningen

Både Skaugeutvalget (NOU 2003: 9) og Skatteutvalget (NOU 2014: 13) mente fast eiendom er et godt skattegrunnlag, og at eiendomsskatten burde videreføres som en del av det norske skattesystemet. Dette begrunnes blant annet med at empiriske studier fra OECD tyder på at en tradisjonell selskapsskatt og personlige inntektsskatter har de største negative virkningene, mens eiendomsskatt og konsumskatter (avgifter) virker mindre hemmende på økonomisk vekst. Dette henger blant annet sammen med at fast eiendom regnes som immobilt, og at tilbudet av eiendom er lite elastisk.

Utvalget slutter seg til disse vurderingene og mener det er gode grunner til å trappe ned favoriseringen av bolig og fritidseiendom. Utvalget vil særlig peke på at det er problematisk med til dels store forskjeller i utformingen av eiendomsskatt fra kommune til kommune, siden dette kan påvirke regionale investeringer og kapitaltilgang på tross av hensynet til kommunalt selvstyre på dette området.

Utvalgets anbefaling

– Det bør gjennomføres en reform av eiendomsbeskatningen for å sikre en mer helhetlig utforming og større forutsigbarhet, og for å forhindre uheldig vridning i den regionale kapitaltilgangen. Det bør fastsettes nasjonale retningslinjer for å få en mest mulig konsistent verdsettelse av eiendommer på tvers av kommunegrensene. Det bør også vurderes å redusere kommunenes fleksibilitet i utformingen av eiendomsskatten, eventuelt om man skal gå over til en statlig eiendomsskatt.

8.3.6 Beskatning av stiftelser

Stiftelser og deres rolle og utforming

En stiftelse etableres ved at den som oppretter den, eller andre stiller en formuesverdi selvstendig til rådighet for et bestemt formål. Formålet kan være av ideell, humanitær, sosial, utdanningsmessig eller økonomisk art. Det som skiller stiftelsesformen fra andre foretaksformer er at den ikke har eiere. Den eier seg selv. Stiftelser har derfor for eksempel ikke aksjeeiere eller medlemmer med forventning om økonomisk avkastning i form av utbytte eller lignende. Stiftelsens kapital og avkastningen av denne skal benyttes til å etterleve formålet, som kan være alt fra pengeutdelinger til allmennyttige formål til investeringer med sikte på økonomisk gevinst. Stiftelser reguleres av stiftelsesloven, og ifølge denne er styret stiftelsens øverste organ, og forvaltningen av stiftelsen hører under styret.

Antallet stiftelser har i de siste årene vært synkende, fra om lag 9000 i 2007 til under 7000 i 2017. Med tanke på at det er over 500 000 foretak i Norge, er antallet stiftelser lite. Likevel besitter de

Tabell 8.2 Oversikt over stiftelsers egenkapital

Egenkapital i millioner kroner	Antall stiftelser
< 1	2 931
1–5	2 276
5–10	610
10–50	662
> 50	237

Kilde: Stiftelsestilsynet, Stiftelsesregisteret. Hentet 12. januar 2018 fra http://lottstift.no/stiftelsesregisteret

relativt mye egenkapital. Stiftelsenes totale bokførte egenkapital har økt betraktelig de seneste årene, fra om lag 43 milliarder kroner i 2005 til rundt 160 milliarder kroner i 2016.[26] Utviklingen går med andre ord i retning av færre, men kapitalmessig større stiftelser. I lys av at stiftelser eier betydelige verdier, vil den skattemessige behandlingen av disse ha betydning for hvordan de opptrer som investorer i kapitalmarkedene.

Stiftelsesformen har eksistert i lengre tid. De første norske stiftelsene, blant dem Oslo Katedralskole og Trondheim hospital, ble etablert allerede på 1100- og 1200-tallet. Historisk sett har stiftelsene spilt en betydelig rolle som bidragsyter til samfunnet, både gjennom utdelinger av penger til allmennyttige formål og ved å ta på seg oppgaver som det offentlige tidligere ikke tok ansvar for. Illustrativt har norske stiftelser lang tradisjon for blant annet å tilby husly og andre tjenester for ubemidlede eller utsatte grupper, som fattige, prostituerte eller syke. I dag har vi en velferdsstat som større grad enn tidligere tar seg av disse oppgavene. Selv om mange stiftelser fortsatt utfører slike oppgaver, har stiftelsenes rolle som velferdsaktør blitt mindre viktig i moderne tid. Stiftelser kan likevel være viktige for å finansiere formål som av ulike grunner ikke fanges opp i ordinære prioriteringsprosesser. I dag har stiftelsene svært ulike størrelser og arbeider for mange ulike formål, og de driver også næringsvirksomhet.

Samlet rapporterte norske stiftelser at de delte ut om lag 4 milliarder kroner i 2014.[27] Mesteparten av midlene går til forskningssektoren, men også kultur, utdanning og sosiale formål mottar betydelige beløp fra norske stiftelser.

Stiftelser og forvaltning av kapital

I utgangspunktet skal en stiftelse ha et evighetsperspektiv. Det vil blant annet si at den skal forvalte de verdiene og den kapitalen den har til rådighet på en slik måte at formålet ivaretas, men samtidig slik at driften kan fortsette i overskuelig fremtid. I stiftelsesloven § 18 er dette formulert som et krav til at kapitalen skal forvaltes på en «forsvarlig måte», slik at det tas hensyn til både sikkerheten og mulighetene for å oppnå tilfredsstillende avkastning. Det innebærer for eksempel at en pengeutdelende stiftelse normalt ikke har anledning til å dele ut høyere beløp enn det den har av inntekter.

At stiftelser ikke har eiere innebærer at ansvaret for å ivareta denne plikten til forsvarlig kapitalforvaltning påhviler styret, som er stiftelsenes øverste organ. Styret må sørge for at stiftelsens verdier forvaltes både forsvarlig og effektivt, slik at stiftelsens evighetsperspektiv kan ivaretas. Denne oppgaven forutsetter at styret besitter den nødvendige kompetansen til både kapitalforvaltning og ivaretakelse av stiftelsens formål.

Det er altså sentralt for stiftelser hvordan midlene forvaltes. Dette har blant annet direkte innvirkning på hvor mye stiftelsen kan dele ut til sitt formål. Plikten til forsvarlig kapitalforvaltning innebærer at styret må gjøre løpende vurderinger av plasseringen av midler. Dette gjelder uavhengig av stiftelsens art, formål og størrelsen på kapitalen. Hva som i et konkret tilfelle vil være forsvarlig kapitalforvaltning, vil kunne variere med størrelsen på en stiftelses kapital, og hvilke formuesverdier denne kapitalen består av. Ansvaret for forsvarlig kapitalforvaltning vil derfor kunne strekke seg lenger for en stiftelse med mye kapital enn for en stiftelse med mindre. Hvor ressurskrevende forvaltningsoppgaven er, vil derfor normalt øke i takt med kapitalens størrelse. I lys av at vi får flere kapitalmessig store stiftelser, har denne problemstillingen blitt stadig mer aktuell. Dette skyldes også at rentenivået i dag er svært lavt, slik at det er mer krevende å oppnå tilfredsstillende avkastning enn tidligere.

At stiftelsene skal forvalte sin kapital på en forsvarlig måte, sier likevel i utgangspunktet ingenting om hvordan forvaltningen konkret skal utføres. For enkelte stiftelser vil investering i fond være i samsvar med plikten, mens det for andre vil kunne være forsvarlig å investere i håndfaste formuesobjekter som kunst eller eiendom.

---

[26] Statistikk for stiftelsessektoren i Norge, inkludert finans- og sparebankstiftelsene. Hentet 12. januar 2018 fra Stiftelsestilsynets sider, https://lottstift.no/stiftelsar/statistikk-stiftelsessektoren-norge/

[27] Stiftelsestilsynet. (2017). *Styrearbeid i norske stiftelsar – nivå på honorar og kostnader*.

Stiftelsene, og særlig de pengeutdelende stiftelsene som skal basere seg på finansiell avkastning, investerer i hovedsak i kontanter og i liten grad i verdipapirer. Dette kan være uheldig både for stiftelsenes avkastning og potensiell kapitaltilgang til næringslivet.

I følge innleverte regnskap til Regnskapsregisteret var de gjennomsnittlige andelene av stiftelsenes investeringer i kontanter og verdipapirer på henholdsvis 50,1 og 12,1 prosent. For de pengeutdelende stiftelsene[28] var de tilsvarende tallene 70,5 og 23,6 prosent. Grunnet de store forskjellene i stiftelsenes størrelse og virksomhet, kan det imidlertid mer interessant å se hen til medianen i statistikken. Denne viser nemlig at medianstiftelsen, både for stiftelsene samlet sett og for kun de pengeutdelende, ikke har investeringer i verdipapirer i det hele tatt. Medianstiftelsen i kategorien pengeutdelende har hele sin egenkapital investert i kontanter.[29]

Evighetsperspektivet til stiftelsene innebærer at stiftelser kan stå i en særstilling når det gjelder muligheten til å investere langsiktig. Dette skyldes blant annet at det er ikke mulig at en stiftelse kan bli kjøpt opp, eller at private eiere kommer med ønsker om utbytte. Så lenge styrets investeringsstrategi regnes som forsvarlig i lys av formålet, er det normalt heller ikke grunn til at andre, som for eksempel Stiftelsestilsynet, overprøver styrets investeringsbeslutninger. I et kapitalmarkedsperspektiv kan derfor stiftelser representere langsiktige og tålmodige investorer i risikable bedrifter der andre investorer er underlagt mer kortsiktige resultatkrav.

Samtidig har stiftelsesformen også ulemper. Friheten til å ta langsiktig risiko kan også misbrukes til å gjøre uforsvarlige kapitalplasseringer. Stiftelsenes evighetsperspektiv kan medføre at kapital låses inn til bestemte formål, uavhengig av om omgivelsene endrer seg. Dersom dette får et stort omfang, kan det virke sementerende på kapitalallokeringen i økonomien. At stiftelsene slipper å konkurrere om kapital med andre investeringsmuligheter og at det mangler eiere med privatøkonomiske insentiver, kan også bidra til mindre press innad i stiftelsen med hensyn til effektiv ressursbruk og høyest mulig avkastning av kapitalen.

[28] Pengeutdelende stiftelser er stiftelser som ikke har bokførte driftsinntekter.

[29] SNF/NHHs regnskapsdatabase basert på innleverte regnskaper til Regnskapsregisteret. Tall per 31. desember 2015.

Beskatning av stiftelser

Stiftelser er i utgangspunktet underlagt skattelovens regler om beskatning av kapital- og virksomhetsinntekter. Samtidig har stiftelser er rekke unntaksregler.

Skatteloven

I utgangspunktet er alle kapital- og virksomhetsinntekter skattepliktige. Dette følger av skatteloven § 5-1. Videre følger det av skatteloven § 2-2 første ledd bokstav h at stiftelser er egne skattesubjekter. Dette innebærer at alle inntekter som skriver seg fra stiftelsers næringsvirksomhet i utgangspunktet er skattepliktige. Det samme gjelder for inntekter fra stiftelsens kapital, slik som bankinnskudd, utbytte og gevinst på aksjer. Når det gjelder formuesskatt, er stiftelser i utgangspunktet pliktig til å svare formuesskatt med 0,15 prosent for formue over 1 480 000 kroner.

Fritaksmetoden

Etter skatteloven § 2-38 første ledd bokstav f er imidlertid stiftelser omfattet av den såkalte fritaksmetoden. Dette innebærer at stiftelser i stor grad er fritatt for skatt på blant annet aksjeutbytte og gevinst ved realisasjon av aksjer. Fritaksmetoden gjelder i utgangspunktet også investeringer i aksjer og lignende i utenlandske selskaper. For inntekter som skriver seg fra investeringer i selskaper hjemmehørende utenfor EØS-området gjelder fritaket imidlertid bare dersom investoren de siste to årene sammenhengende både har eid minst 10 prosent av aksjene i selskapet og hatt minst 10 prosent av stemmene på selskapets generalforsamling. Dette betyr at brede globale verdipapirporteføljer ikke faller inn under fritaksmetoden for den delen som er utenfor EØS-området.

Fritaksmetoden gir neppe noen vridning av det marginale investeringsvalget, forutsatt at utbytteskatten er tilnærmet nøytral. Derimot kan det tenkes at fritaksmetoden kan påvirke valg av organisasjonsform, siden fritaksmetoden reduserer gjennomsnittsskatten ved valg av stiftelser som organisasjonsform, sammenlignet med andre organisasjonsformer som har personlige eiere som er skattepliktig for utbytte. I et bredere perspektiv er det neppe ønskelig med bestemmelser som oppfattes å insentivere etableringen av skattefrie stiftelser, hvis det er et relevant alternativ med skattlagt virksomhet, der staten selv skal bestemme hvilke samfunnsmessige formål disse skatteinntektene skal gå til. På den annen side er

det vanskelig å tenke seg at fritaksmetoden skal ha avgjørende betydning for beslutninger om å opprette og legge kapital inn i stiftelser, siden dette betyr å oppgi eierskapet av kapitalen.

Gevinster og tap knyttet til andre verdipapirer enn de som er omfattet av fritaksmetoden er fortsatt i utgangspunktet henholdsvis skattepliktige og fradragsberettigede. Dette vil for eksempel gjelde avkastning av obligasjoner og derivater som ikke har aksjer eller grunnfondsbevis som underliggende objekt.

Unntak fra skatteplikt

Sammenslutninger som ikke har erverv til formål er i utgangspunktet skattefrie. Dette følger av skatteloven § 2-32. Det vil si at stiftelser med et slikt formål, i utgangspunktet ikke pålegges verken inntekts- eller formuesskatt. Hvorvidt en sammenslutning anses som ikke-ervervsmessig eller ikke, avhenger av en helhetsvurdering. Etter det utvalget forstår, mener flere av stiftelsesaktørene at spørsmålet om skatteplikt, tidvis både er komplisert og uklart. Dette gjelder både for stiftelsen som helhet og for kapitalforvaltningen separat.

For det første er det ikke opplagt hva som skal til for at en stiftelse skal anses for å ha et formål som er ikke-ervervsmessig. Flere stiftelser har for eksempel delte formål, hvor kun én del vil anses som ikke-ervervsmessig. Dette kan for eksempel gjelde stiftelser som har som formål både å dele ut penger til ett eller flere allmennyttige formål og samtidig skal ivareta eierskap i ett eller flere underliggende operative datterselskap. Selv om formålsangivelsen normalt vil gi en pekepinn på hva som er en stiftelses hovedformål, er dette ikke avgjørende ved den vurderingen som skal gjøres. I henhold til rettspraksis[30] og Skatteetatens Skatte-ABC for 2017 er en sammenslutnings hovedformål nemlig den eller de delene av aktiviteten som står for over 50 prosent av driften.[31] Hva som til enhver tid vil være en stiftelses hovedformål vil derfor kunne variere, ut fra blant annet faktisk aktivitet, størrelsen på utdelinger, og omfang og aktivitet i investeringer.

For det andre vil en stiftelse med et hovedformål som omfattes av unntaket, likevel være delvis skattepliktig, dersom den driver økonomisk virksomhet som ikke realiserer det ikke-ervervsmessige formålet. Slik økonomisk virksomhet er skattepliktig, uavhengig av organisasjonsform. Dette kan typisk være aktivitet som å foreta investeringer og kapitalplasseringer med sikte på å oppnå en økonomisk avkastning, som for eksempel benyttes til finansiering av det ikke-ervervsmessige formålet. I henhold til Skatteetatens praksis kan stiftelser med et ikke-ervervsmessig formål foreta såkalt passiv kapitalforvaltning, uten at dette leder til skatteplikt. Hvorvidt en kapitalforvaltning er aktiv eller passiv beror også på en helhetsvurdering, hvor flere forhold vektlegges. Ved vurderingen ser skattemyndighetene tradisjonelt blant annet på hyppigheten og størrelsen på en stiftelses investeringer, og i hvilken grad investeringene er egnet til og ment å gi kortsiktig økonomisk gevinst.

Uavhengig av graden av aktivitet, vil økonomisk aktivitet med omsetning under visse beløpsgrenser likevel være fritatt for skatteplikt. I utgangspunktet er denne terskelen på 70 000 kroner, men for veldedige og allmennyttige institusjoner og organisasjoner er terskelen 140 000 kroner.

Kapitalkostnaden ved en investering kan defineres ved investeringens alternativavkastning, altså den avkastning investoren må avstå fra ved å binde kapital. For at skattereglene skal virke nøytralt på investeringsvalgene er det nødvendig at alternativavkastningen skattlegges med samme sats som avkastningen av den investeringen som foretas. Det relevante er ikke om det samlede skattenivået er lavere for stiftelser enn for andre aktører, men om kapitalavkastningen har den samme beskatningen i alle anvendelser. Skattefritaket for passive investeringer øker alternativkostnaden (finanseringskostnaden) for stiftelsers investeringer i risikable aktiva som faller utenfor skattefritaket, slik at lønnsomhetskravet til investeringen påvirkes. Dette kan føre til vridninger i investeringsvalgene i favør av passive investeringer og at investeringer som ville vært lønnsomme med like skattesatser blir ulønnsomme.

Forholdet mellom stiftelsesloven og skatteloven

Som det går frem ovenfor, har alle stiftelser en plikt til å foreta løpende vurderinger av kapitalforvaltningen sin for å oppnå en tilfredsstillende avkastning, samtidig som risikoen for tap ikke blir for høy. Dette tilsier at stiftelsene, uavhengig av formål, bør ha et bevisst forhold til kapitalforvaltningen. Stiftelsene kan dermed havne i en situasjon der kravet til forsvarlig kapitalforvaltning tilsier en aktiv forvaltning av stiftelsens verdier. Skattelovens regel om skattefritak for stiftelser med ikke-ervervsmessige formål og regelen om skatteplikt på økonomisk aktivitet, kan imidlertid utgjøre et insentiv som trekker i motsatt retning.

---

30 Rt. 1982 s. 49 (Isberg) og Rt. 1991 s. 96 (Veritas II)

31 Skatteetaten. (2017). *Skatte-ABC 2017*.

Stiftelsene som omfattes av unntaket på bakgrunn av sitt formål, forblir nemlig bare skattefrie dersom kapitalforvaltningen ikke sees som ervervsmessig virksomhet. Stiftelser vil altså kunne måtte velge mellom å følge stiftelseslovens skjønnsmessige regel om plikt til forsvarlig kapitalforvaltning og å fortsette med mindre aktiv plassering for å forbli skattefrie. Slik utvalget forstår det gjeldende regelverket og stiftelsessektoren, utgjør regelsettene i de to lovene derfor en utfordring for stiftelsene.

Utvalgets vurderinger av stiftelser

Utvalget ser at stiftelser og stiftelsesformen har sin naturlige plass i samfunnet og i norsk næringsliv, som en av flere organisasjonsformer. Mange stiftelser gjør viktig samfunnsnyttig arbeid. Fra et kapitaltilgangsperspektiv kan stiftelser, etter utvalgets syn, også spille en langsiktig og stabiliserende rolle i et bredt og allsidig kapitalmarked. Samtidig er det etter utvalgets vurdering også flere negative sider ved stiftelsesformen. Blant annet kan stiftelsesformen, på grunn av et bortimot uangripelig formål definert ved etableringen, bidra til innlåsing av kapital rettet mot et formål som senere kan være uhensiktsmessig og svært vanskelig å endre.

Stiftelsene forvalter mye kapital. Ut fra et kapitaltilgangsperspektiv, bør det etter utvalgets syn åpnes for at denne kapitalen i større grad investeres i risikokapital til næringsvirksomhet. Dette vil trolig være hensiktsmessig både samfunnsøkonomisk og for stiftelsene selv.

Med henvisning til det som er skrevet over om at spørsmålet om skatteplikt oppleves komplisert og uklart, synes det etter utvalgets vurdering som at dagens regelverk for beskatning av stiftelser kan virke hemmende for ønsket om en best mulig forvaltning av stiftelsens midler. I tillegg kan uklarheter i regelverket bidra til en uhensiktsmessig ressursbruk både hos stiftelsene og hos skattemyndighetene.

Dette gjelder i hovedsak vurderingen av hva som til enhver tid er en stiftelses hovedformål, hvilke formål som omfattes av skatteunntaket, samt forståelsen av når en stiftelses kapitalforvaltning anses som skattepliktig økonomisk virksomhet. For stiftelser som driver økonomisk aktivitet, kan det være krevende å avgrense hvilke deler av virksomheten som er omfattet av skattefritaket, og hvilke som medfører skatteplikt. Dersom den skattepliktige delen på et gitt tidspunkt blir så omfangsrik at den overstiger 50 prosent av aktiviteten i stiftelsen, vil dette også innebære at stiftelsen blir skattepliktig for hele sin virksomhet, også den ikke-ervervsmessige delen. Etter utvalgets vurdering er denne usikkerheten om skattemessige forhold uheldig.

I tillegg til skattereglene kommer forholdet til stiftelseslovens regler om forsvarlig kapitalforvaltning, og den omstendighet at bestemmelsene i de to lovene oppleves å trekke i hver sin retning. Etter utvalgets vurdering bør det ikke gis insentiver til at stiftelsers kapitalforvaltning blir *for* forsiktig, og i ytterste konsekvens i strid med forsvarlighetskravet i stiftelsesloven, for å forbli skattefrie.

Når det gjelder skillet mellom aktiv og passiv kapitalforvaltning, og dettes betydning for henholdsvis skatteplikt og skattefritak, mener utvalget at det blir galt, dersom antall handler benyttes som kriterium for aktiv kapitalforvaltning. Tilsvarende vil et kriterium knyttet til kortsiktig avkastning bli galt for stiftelser som driver hyppige utdelinger i stort omfang, og derfor er avhengig av høy løpende realisert avkastning. Det blir heller ikke rimelig å skille mellom forvaltning som skjer med stiftelsens egne ressurser og forvaltning som er satt bort til andre, siden dette kun er alternative organisasjonsformer. Et relevant moment, kan etter utvalgets syn være hvilke ressurser som settes inn i forvaltningen, målt mot kapitalens størrelse. Store relative forvaltningskostnader bør etter utvalgets syn tilsi at det dreier seg om skattepliktig økonomisk virksomhet.

Oppsummeringsvis mener utvalget det er uheldig at skattesystemet skaper vridninger i stiftelsenes kapitalforvaltning som gjør at kapitalallokeringen ikke blir så god som den kunne blitt. Dette vil også begrense stiftelsers mulighet til å realisere samfunnsnyttige formål på en effektiv måte. Særlig gjelder dette dersom stiftelsene ved å innrette seg i henhold til skattelovens bestemmelser for å unngå skatteplikt opptrer i strid med stiftelseslovens regler om kapitalforvaltning. I tillegg er den langsiktige kapitalen i stiftelsene en potensiell kilde til risikokapital i næringslivet.

Utvalget mener derfor at det bør utredes en likere skattemessig behandling av stiftelsene, uavhengig av hvordan kapitalen forvaltes. Det bør i denne forbindelse også vurderes hvordan stiftelsenes allmennyttige bidrag kan hensyntas ved skattleggingen. Ut fra et utvidet kapitaltilgangsperspektiv, mener utvalget at det ikke er ønskelig å ha særlige skattemessige eller andre insentiver til å velge stiftelse som selskapsform. Det er samtidig behov for å klargjøre rammene for den skattemessige behandlingen av stiftelsers kapitalforvaltning. Likere skattemessig behandling, vil mest

sannsynlig innebære at dagens skattefritak vil innskrenkes. Dersom det ikke anses hensiktsmessig med en slik løsning, bør regelverk og praksis klargjøres overfor stiftelsene, slik at usikkerhet rundt skattleggingen som følge av ulik kapitalforvaltning reduseres.

Utvalgets anbefaling

– Det bør utredes en likere skattemessig behandling av stiftelsene, herunder hvordan stiftelsenes allmennyttige bidrag kan ivaretas, uavhengig av hvordan kapitalen forvaltes. Ut fra et kapitaltilgangsperspektiv bør det ikke gis særlige skattemessige insentiver eller være andre fordeler eller ulemper ved å velge stiftelse som selskapsform, og utredningen bør også se på dette. Det er samtidig behov for å klargjøre rammene for den skattemessige behandlingen av stiftelsers kapitalforvaltning.

8.4 Andre skatterelaterte tema

8.4.1 Opsjoner i arbeidsforhold

Opsjonsordninger innebærer at ansatte får rett til å tegne aksjer i selskapet på et nærmere angitt fremtidig tidspunkt til en fastsatt kurs, som for eksempel kan være anslått markedsverdi av aksjene på tildelingstidspunktet. Vedkommende får dermed en direkte økonomisk interesse i at verdien av selskapets aksjer utvikler seg så godt som mulig.

Opsjoner kan være et verktøy for eiere av virksomheter til å motivere ansatte, tiltrekke seg og holde på ansatte og gi dem medeierskap i virksomheten. Opsjoner gir mulighet til å dele eierskap og verdiskaping også med ansatte som kommer inn i selskapet etter etablering. For små og nyetablerte virksomheter kan opsjoner også bidra til å redusere deres likviditets- og kapitalbehov, ved at ansatte kan få opsjoner i stedet for kontant lønn eller å måtte kjøpe aksjer i selskapet direkte. Opsjoner kan fungere som et verktøy for å konkurrere med større, etablerte virksomheter om kompetent arbeidskraft. Samtidig er en god innretning av opsjonsordninger krevende, særlig på grunn av utfordringer med verdsettelse og faktisk sammenheng mellom innsats og verdiskaping. Skattebehandling som gjør opsjonsordninger særlig lønnsomme, kan gi uheldige vridninger.

Dagens skatteregler

Utgangspunktet er at opsjoner beskattes ved tildeling. Det er imidlertid innført særregler for opsjoner i arbeidsforhold, som innebærer at ansatte som har mottatt opsjoner i arbeidsforhold først vil betale skatt når de innløser opsjonen.[32] Når opsjonen utøves (innløses), regnes gevinsten som fordel vunnet ved arbeid og beskattes som annen lønn for arbeidstaker. Skattepliktig gevinst på opsjonen (fordelen) beregnes som differansen mellom aksjens omsetningsverdi og innløsningsprisen, fratrukket eventuell kostpris for opsjonen. Arbeidsgiver plikter å betale arbeidsgiveravgift av fordelen for den ansatte på innløsningstidspunktet.

Ny ordning for beskatning av opsjoner i arbeidsforhold i små og nyetablerte virksomheter

Stortinget vedtok i statsbudsjettet for 2018 en ny og begrenset ordning for beskatning av opsjoner i arbeidsforhold, hvor skatt på opsjonsgevinsten kan utsettes og gevinsten i stedet skattlegges når aksjene man kjøper ved opsjonsinnløsningen, realiseres.[33] Ordningen er avgrenset til å gjelde for ansatte i aksjeselskap som er seks år eller yngre, som har ti ansatte eller færre (årsverk), og som har driftsinntekter og balansesum på 16 millioner kroner eller mindre. Opsjonsfordelen den enkelte kan oppnå under ordningen, kan maksimalt være på 500 000 kroner i løpet av ansettelsesforholdet. Ordningen begrenses til personer som tiltrer stilling i selskapet fra 1. januar 2018 eller senere, og den ansattes eierandel kan være maksimalt 5 prosent. Det stilles i tillegg krav til ansattes arbeidstid i selskapet, og at den ansatte må sitte med opsjonen i minst tre år før den innløses. Opsjonen må innløses innen ti år etter tildeling. Ordningen trådte i kraft 1. januar 2018. Ordningen har en anslått provenyeffekt på 280 millioner kroner påløpt i 2018.

Hensikten med denne nye, særskilte beskatningsordningen er å lette eventuelle likviditetsut-

[32] Skatteloven § 5-14 tredje ledd har særregler for beskatning av opsjoner i arbeidsforhold. Særreglene kommer til anvendelse dersom det er arbeidsforholdet som er grunnen til at den ansatte har mottatt opsjonen, og dersom opsjonens underliggende instrumenter er aksjer eller egenkapitalbevis. Særreglene gjelder også opsjoner som ikke er gitt under en generell ordning for ansatte i bedriften. Opsjoner i egen næringsvirksomhet omfattes ikke.

[33] Med enkelte sikkerhetsmekanismer dersom det går lang tid før realisasjon, den ansatte slutter i selskapet eller flytter utenlands. For mer om ordningen, se Prop. 1 LS (2017–2018).

fordringer for små, nyetablerte virksomheter og deres ansatte og bidra til at disse kan tilby en mer konkurransedyktig avlønning. Samtidig ønsker man å redusere omfanget av skattemessige tilpasninger, og vilkårene i ordningen må sees i lys av dette.

Utvalgets vurderinger av opsjoner i arbeidsforhold

Opsjoner benyttes i stort omfang i tidligfase- og vekstselskaper internasjonalt. De kan gi gode insentiver, bidra til å tiltrekke seg kompetent arbeidskraft, legge til rette for medeierskap og bidra til mindre kapitalbehov. I tillegg kan bevisst bruk av opsjoner i perioder der et selskap har begrenset likviditet til lønnskostnader, innrettet i samarbeid med de ansatte, føre til at mulige fremtidige gevinster gir mer felles organisasjonsmessig motivasjon i dag.

Vurderinger av samlede provenyeffekter av en utvidelse bør reflektere at utsatt skatt ikke nødvendigvis er et provenytap på sikt, men i stor grad en utsatt skatteinnbetaling og at ordningen dessuten kan bidra til økt omstilling og verdiskaping i norsk økonomi. Beregningene av de økonomiske konsekvensene bør også ta hensyn til mulige dynamiske effekter av ordningen over tid.

Utvalget ser på gunstigere regler for beskatning av opsjoner i arbeidsforhold som positivt. Den nye ordningen har imidlertid etter utvalgets oppfatning for store begrensninger til at den vil kunne fungere etter hensikten.

Utvalgets anbefaling

– Utvalget anbefaler at ordningen for utsatt beskatning av opsjonsfordeler i arbeidsforhold bør gjøres vesentlig mer attraktiv, for å fremme omstilling og vekst i norsk næringsliv, og for å sikre den kompetansen som trengs for å utvikle norske vekstbedrifter.

8.4.2 Aksjesparekonto

I 2017 ble det innført en ordning hvor personlige skattytere kan opprette en aksjesparekonto. Innskudd på kontoen kan benyttes til å investere i børsnoterte aksjer, børsnoterte egenkapitalbevis og aksjefond. Gevinst ved salg av verdipapirer på kontoen skattlegges ikke i forbindelse med salget, men først når midlene tas ut av kontoen. Dette gjør det enklere og mer fleksibelt å investere i aksjer og aksjefond, og det legger til rette for at flere vil kunne investere i børsnoterte selskaper.

Ordningen omfatter kun gevinster og åpner ikke for unoterte aksjer. Dersom det skulle åpnes for utbytte fra unoterte aksjer i aksjesparekontoen, vil aktive eiere kunne ta ut reelle arbeidsinntekter som utbytte og legge dem i aksjesparekontoen med skatteutsettende virkning. Noe av hensikten med aksjesparekontoen er også å likestille aksjesparing ved direkte eie og aksjesparing gjennom et investeringsselskap. Ved indirekte eie gjennom et investeringsselskap vil aktive eiere som arbeider i et underliggende selskap få omklassifisert utbytte til arbeidsinntekt, dersom utbyttet reelt sett er å regne som avkastning av eierens arbeidsinnsats. Det er problematisk å lage ordninger som bygger opp store latente skatteforpliktelser i skattesystemet. Endringer i skattesystemet eller utflytting kan på et senere tidspunkt gjøre inntektene helt eller delvis skattefrie. Det er også uheldig i seg selv dersom dette fører til inntektsomdannelse i stort omfang, selv om det ikke gir en like stor effekt på skatteinntektene over tid. Likebehandling med investeringsselskaper og hensynet til tilpasninger tilsier derfor at en ikke åpner for utbytter fra unoterte selskaper i ordningen.

Slike tilpasninger knytter seg i hovedsak til utbytter. En kan i prinsippet tenke seg at tilsvarende form for inntektsskifting kan gjøres ved at arbeidsavkastningen holdes tilbake i selskapet og øker aksjens verdi. Eieren kan dermed realisere arbeidsavkastningen gjennom salg av aksjen. Dette er imidlertid en langt mer risikabel måte å tilpasse seg på siden unoterte aksjer ofte ikke prises riktig, eller lar seg selge, i markedet. Det er i tillegg administrativt mer krevende, samt at eieren må redusere sin eierandel i selskapet for å realisere inntekten. Argumentet om inntektsskifting gjelder derfor ikke i samme grad for gevinster fra unoterte selskaper som for utbytter.

Utvalgets vurderinger av aksjesparekonto

Utvalget er positive til at det er innført en ordning med aksjesparekonto, fordi dette gjør det enklere og mer fleksibelt for ikke-profesjonelle investorer å investere i børsnoterte aksjer. Utvalget stiller samtidig spørsmål ved om ordningen er for smal, ved at aksjer i unoterte selskaper ikke er omfattet, og mener en utvidelse av ordningen på dette punktet bør utredes.

Utvalgets anbefaling

– Det bør utredes om aksjesparekonto kan inkludere unoterte aksjer.

8.4.3 Skattefradrag for investeringer i oppstartsselskaper

I forbindelse med revidert nasjonalbudsjett for 2017 ble det innført en ordning med skattefradrag for investeringer i oppstartsselskaper. Hensikten er å øke tilgangen til privat risikokapital for selskaper i oppstartsfasen. Ordningen innebærer at personlige skatteytere som investerer i aksjeselskap som er seks år eller yngre og under en viss størrelse, får fradrag i alminnelig inntekt på opp til 500 000 kroner i årlige investeringer, gitt at investor beholder aksjene i minst tre år, jf. også omtale under 7.4.3.

Utvalgets vurderinger av skattefradrag for investeringer i oppstartselskaper

Utvalget er positive til at det er innført skattefradrag for investeringer i oppstartsselskaper. Ordningen bør prøves ut og evalueres etter noe tid.

8.4.4 Skatteetatens behandling av tvister

Usikkerhet om skatteregelverk og behandling av tvister kan tenkes å påvirke oppfattet risiko ved å investere i Norge. Skatteetaten er i hovedsak effektiv i sitt samspill med norske virksomheter. Høy grad av digitalisering gir lave transaksjonskostnader. Utvalget har merket seg en oppfatning hos noen av at Skatteetaten i for stor grad forfølger skattekrav som det er betydelig tvil om vilkårene for, samt at prosessrisikoen er høyere på grunn av manglende skattefaglig kompetanse i rettssystemet. Det er imidlertid ikke dokumentert at dette er en systematisk atferd.

Etter skattebetalingsloven § 10-1 første ledd skal skatte- og avgiftskrav betales ved forfall og med det beløpet som opprinnelig var fastsatt, selv om fastsettingen er under endring, påklaget eller brakt inn for domstolen. Formålet med bestemmelsen er at det ikke skal være kurant å oppnå betalingsutsettelser ved å klage eller bringe saken inn for domstolen. Om skattekrav i slike tilfeller ikke blir betalt ved forfall, skal det imidlertid ikke settes i verk mer omfattende innkreving enn det som er nødvendig. For eksempel vil det normalt ikke bli iverksatt tiltak utover å sikre kravet, så lenge saken ikke er endelig avgjort. Å ikke betale inn kravet vil imidlertid bety en prosessrisiko for selskapet, ved at selskapet må betale forsinkelsesrenter hvis det ikke får medhold i klagen eller hos domstolene. I tillegg vil det være en ulempe for selskapet ved at det har et uavklart krav mot seg, og det må for eksempel stille sikkerhet for dette.

Tilleggsskatt, som er en sanksjon mot å gi uriktige eller ufullstendige opplysninger, måtte tidligere også betales ved forfall. Med virkning fra 1. januar 2017 ble skattebetalingsloven § 10-1 første ledd endret, og det følger nå av bestemmelsen, sammenholdt med skatteforvaltningsloven § 14-10 annet ledd, at tilleggsskatt og overtredelsesgebyr ikke må betales før klage- eller søksmålsfristen er ute, klagen er avgjort eller endelig rettsavgjørelse foreligger. I påvente av ikraftsettingen av denne endringen ba Finansdepartementet Skattedirektoratet i 2015 om å stille all innkreving av tilleggsskatt med mer i bero inntil eventuell klage- eller domstolsbehandling var endelig avgjort.

Utvalgets vurderinger av Skatteetatens behandling av tvister

Utvalget vil understreke at det er viktig med rask og kompetent behandling av klagesaker og rettssaker på skatteområdet for ikke å øke den oppfattede risikoen ved å investere i Norge. Utvalget mener det er positivt at tilleggsskatt, som er en sanksjon, ikke lenger forfaller før saken er endelig avgjort.

Kapittel 9
Økonomiske og administrative konsekvenser

9.1 Innledning

I dette kapitlet redegjøres det for de økonomiske og administrative konsekvensene av anbefalingene som utvalget foreslår i kapittel 4 til 8 av utredningen:

- Kapittel 4 Tilgang til egenkapital
- Kapittel 5 Tilgang til fremmedkapital
- Kapittel 6 Informasjonsasymmetri og digitalisering
- Kapittel 7 Oppstart, vekst og offentlige virkemidler
- Kapittel 8 Skattesystemets innvirkning på kapitaltilgangen

Utvalget har gitt flere anbefalinger om videre vurderinger og utredninger. I slike tilfeller foreligger det ikke en endelig anbefaling. Utvalget går derfor ikke nærmere inn på de økonomiske og administrative konsekvensene av disse anbefalingene i dette kapitlet, men viser til utvalgets vurderinger i det enkelte kapittel.

9.2 Økonomiske og administrative konsekvenser av utvalgets anbefalinger

9.2.1 Kapittel 4 Tilgang til egenkapital

Pensjon

- Myndighetene og bransjen må bidra til at det gis god informasjon om adgangen til og konsekvensene av konvertering av fripoliser med garanti til fripoliser med investeringsvalg.
- Det bør legges til rette for at konverteringsadgangen blir mer reell. For eksempel kan kunder kompenseres for å skifte fra årlige garantier til enten sluttgarantier eller friere investeringsvalg.
- Innskuddspensjonsordninger bør liberaliseres ved at man lemper på kravet til daglig prising og likviditet på underliggende fond.
- Med større frihet og ansvar for pensjonsspararne til å foreta egne investeringsvalg må informasjonen som tilbys, ikke bare være egnet til å regulere og avklare ansvarsforhold, men også være dekkende, relevant og forståelig, slik at den typiske pensjonsspareren kan foreta informerte plasseringsvalg ut fra investeringsstrategi og risikoprofil.

En betydelig del av norsk pensjonskapital plasseres i dag mer kortsiktig og likvid enn hva som er optimalt for å oppnå en god forventet avkastning av medlemmenes midler på lang sikt. Dette medfører også økte innbetalinger til pensjonsordningene for å finansiere ønsket pensjon. Anbefalingene til utvalget vil redusere disse problemene og gir insentiver til at pensjonskapital i større grad plasseres i egenkapitalmarkedene. I den grad økte egenkapitalplasseringer foretas innenlands, vil forslagene også ha positiv betydning for egenkapitaltilgangen til norsk næringsliv.

Forslaget om å innføre en rimelig kompensasjon for å frivillig konvertere fripoliser med garantert avkastning til frie investeringsvalg vil gjøre konvertering mer attraktivt. Forslaget om lempeligere krav til likviditet på plasseringer vil utvide investeringsuniverset for medlemmene av innskuddspensjonsordninger. Begge forslagene vil bidra til at medlemmene får større frihet og ansvar for egen pensjonssparing.

Forslagene må ses i sammenheng med utvalgets øvrige forslag som går ut på å bedre informasjonen til medlemmene om adgangen til og konsekvensene av å ta egne investeringsvalg. Et bedre beslutningsgrunnlag for å tilpasse pensjonssparing til individuell risikoprofil og øvrig formue, kan gi et bedre bytteforhold mellom forventet avkastning og risiko på medlemmenes sparemidler. Gevinstene av forslagene er vanskelig å tallfeste, men kan være betydelige.

For pensjonsinnretningene kan forslaget ha konsekvenser for reserveringspraksis, og det kan påløpe administrative kostnader knyttet til forslagene om at bransjen må bidra til god informasjon

om og en mer reell adgang til frie investeringsvalg. Tilsvarende kan det påløpe administrative kostnader for offentlige myndigheter knyttet til forslaget om å sikre dekkende, relevant og forståelig informasjon, slik at den typiske pensjonssparer kan foreta informerte pensjonsvalg. Kostnadenes størrelsesorden lar seg vanskelig anslå.

Offentlig eierskap

– Det offentlige eierskapet, både statlig og kommunalt, i enkeltselskap bør vurderes nøye ut fra formålet med eierskapet, og andelen bør ikke være større enn det formålet krever. Staten bør derfor tilstrebe en mer dynamisk eierpolitikk, inkludert nedsalg og privatisering av bedrifter der staten er dominerende eier, og der formålet ikke lenger kan begrunne eierskapet. Staten bør derfor også være tilbakeholden med å gjøre nye direkteinvesteringer i det norske næringslivet.

Redusert offentlig eierskap i forretningsmessige selskaper kan bidra til mer effektiv kapitalallokering i næringslivet, jf. utvalgets vurdering om lavere avkastningskrav og potensielt gunstigere lånefinansiering. Eierskapet kan også stenge ute andre aktører med et større eierskapsfortrinn og hindre verdiskapende eierskifter, omstruktureringer og/eller konsolideringer. Delprivatisering av selskaper som i dag er heleid av staten kan bidra til en mer profesjonell og markedsmessig eierstyring. Salg av offentlige eierandeler vil også frigjøre kapital i seg selv. Det er vanskelig å anslå hvor store eventuelle effekter vil være. Redusert offentlig eierskap kan i tillegg bidra til reduserte administrative kostnader for det offentlige, knyttet til eierstyring.

9.2.2 Kapittel 5 Tilgang til fremmedkapital

Obligasjonsmarkedet

– Sikker og transparent verdipapirisering kan øke størrelsen på obligasjonsmarkedet. Det kan bidra til økt likviditet og kan gjøre markedet mer attraktivt for nye utstedere. Utvalget mener Norge bør følge regelverksutviklingen i EU og sikre rask og effektiv innføring av regler om verdipapirisering i Norge, slik at norske finansforetak får fullverdig tilgang til denne muligheten.

Verdipapirisering er per i dag ikke tillatt i Norge. Verdipapirisering kan bidra til mer effektiv risikospredning for långivere og investorer, og bedre tilgang til kreditt for enkelte låntakergrupper. Overføring av kredittrisiko fra finansinstitusjonene til obligasjonsmarkedet kan bidra til mer effektiv risikostyring både i finansinstitusjonene og hos investorer i obligasjonsmarkedet. Det kan også gi en indirekte tilgang til obligasjonsmarkedet og dermed mulighet for alternativ finansiering for låntakere som er for små til å legge ut egne obligasjonslån (som SMB). Innføring av verdipapirisering vil i seg selv ikke innebære kostnader av betydning.

9.2.3 Kapittel 6 Informasjonsasymmetri og digitalisering

Folkefinansiering

– Regelverket for låneformidlingsplattformer bør klargjøres ytterligere, og utilsiktede hindringer for drift av plattformer både for lån og egenkapital bør fjernes.
– I påvente av et felleseuropeisk regelverk for folkefinansiering bør det vurderes å etablere et norsk regelverk både for låne- og egenkapitalplattformer. I utformingen av et eventuelt norsk regelverk bør det ses hen til våre naboland.

Klargjøring av regelverket for låneformidlingsplattformer vil være kostnads- og ressursbesparende både for aktører som vurderer etablering og for Finanstilsynet som vil kunne bruke mindre tid på å svare på spørsmål fra enkeltaktører. Dersom uklarhetene i regelverket, eller mangelen på et særskilt regelverk, hemmer utviklingen av folkefinansiering i Norge kan det også ha en kostnad ved at enkelte lovende bedrifter og prosjekter ikke får tilgang til kapital og derfor ikke får realisert sine potensielt verdiskapende prosjekter. Klargjøring av regelverket eller etablering av et særskilt regelverk vil i seg selv ikke innebære kostnader av betydning.

Møteplasser

– Utvalget anbefaler ikke økt offentlig finansiering av denne typen tiltak, men anbefaler å utnytte, evaluere og utvikle de ordningene som er etablert, til både å koble entreprenører og investorer og drive kompetanseoppbygging.

Ulike typer møteplasser kan spille en viktig rolle i å koble kapitalsøkere og -tilbydere for oppstartsselskaper. Møteplassene bidrar også til kompetan-

seutveksling og opplæring, særlig komplementær kompetanse innen kommersialisering og finansiering. Bedre utnyttelse av eksisterende ordninger gjennom oppfølging av evalueringer vil gi mer effektiv ressursbruk og øke måloppnåelsen.

Finansiell kompetanse

– Utvalget mener at finansiell kompetanse bør ha en større plass i læreplanen i norsk skole, både i ungdomsskolen og for videregående opplæring av alle typer. Finansiell kompetanse må i denne sammenheng omfatte nødvendig kompetanse både som privatpersoner og en forståelse av bedrifters finansielle utfordringer. Det er viktig at finansiell kompetanse formidles også til elever som ikke har særlig fordypning i matematikk.

Utvalget har ikke tilstrekkelig kompetanse om det norske utdanningssystemet til å gi nærmere vurderinger av de økonomiske og administrative konsekvensene av å gi finansiell kompetanse større plass i læreplanen.

Aksjeeierregister

– Arbeidet med et elektronisk aksjeeierregister for aksje- og allmennaksjeselskaper bør fullføres.

Et elektronisk og offentlig tilgjengelig aksjeeierregister vil gi investorer bedre og enklere tilgang til informasjon om aksje- og allmennaksjeselskaper, og på den måten legge til rette for bedre fungerende verdipapirmarkeder. I tillegg vil en slik elektronisk løsning også trolig redusere både kostnader og tidsbruk for selskapene. Dersom et slikt register etableres, vil det trolig medføre både kostnader og økt ressursbehov hos den som skal forvalte registeret. Utvalget har imidlertid ikke gått nærmere inn på dette, all den tid det hefter betydelig usikkerhet ved både valg og utforming av løsning, samt ved hvem som eventuelt skal gis ansvaret for forvaltningen.

Digitaliseringssamarbeid

– Løsninger for samtykkebasert lånesøknad bør utvides, slik at det åpnes for at også bedrifter kan ta denne i bruk.

Etter utvalgets syn, vil dette trolig effektivisere og forbedre prosessen for lånetilgang for bedriftene betraktelig. En utvidelse vil bidra til besparelser både hva gjelder tid og ressurser. I tillegg vil utfordringer knyttet til informasjonsasymmetri og datakvalitet reduseres. All den tid den tekniske løsningen allerede eksisterer for privatpersoner antar utvalget at en utvidelse som foreslått ikke vil innebære store kostnader.

Rekonstruksjon

– Utredningen om gjeldsforhandlingsreglene i konkursloven bør følges opp, og ønskelige reformer bør gjennomføres.

Dersom forslagene i utredningen *Rekonstruksjon i turbulente tider* følges opp, vil dette kunne bidra til en effektivisering av gjeldsforhandlingsinstituttet. En utvidelse av hva gjeldsforhandlinger kan gå ut på, vil kunne føre til at flere virksomheter med livets rett får den nødvendige hjelpen til fortsatt drift. Tilsvarende vil gjelde for forslaget om å kunne åpne slike forhandlinger på et tidligere tidspunkt. Disse, i tillegg til de øvrige forslagene, vil kunne bidra til at reglene om gjeldsforhandling blir mer effektive og at de blir benyttet i større utstrekning enn i dag, slik at hensynene bak reglene om gjeldsforhandling ivaretas på en bedre måte enn gjennom dagens regler.

9.2.4 Kapittel 7 Oppstart, vekst og offentlige virkemidler

Nytt venture fond-i-fond mandat

– Det bør opprettes et nytt, statlig finansiert venturekapitalmandat med fond-i-fond-struktur med kapital i størrelsesorden 1 milliard kroner. Mandatet bør være fleksibelt når det gjelder venturefasen og tidligere utviklingsfaser. Det bør også bidra til utvikling av nye investeringsmodeller sammen med private investorer, som for eksempel matching- og hybridmodeller. Det er likevel viktig å ta hensyn til prinsippet om at et privat forvaltningsmiljø skal stå mellom staten og det enkelte selskap det investeres i. Mandatet bør gi addisjonalitet gjennom kapital og kompetanse utover dagens offentlige og private venturekapitalfond og forvaltere.
– Utvalget anbefaler at dette mandatet legges til Investinor.

Forslaget innebærer at et nytt mandat må utarbeides. Mandatet bør i første omgang omfatte en forvaltningskapital på 1 milliard kroner som fases inn over tre år. Tiltaket vil få betydning for den institu-

sjon som skal forvalte det, og for forvaltningsmiljøer som går inn som medinvestorer under modellen. For at tiltaket skal utløse nye investeringer, må det også innebære at den private kapitalen som reises, faktisk allokeres til norske foretak. For staten skal tiltaket innebære en omallokering av offentlige midler, og i utgangspunktet ikke en ny utgiftspost på statsbudsjettet.

Investinor og såkornfond

- Det bør foretas en dreining av statlige ordninger fra direkte investeringer til fond-i-fond-løsninger for å stimulere utviklingen av investeringsmiljøer og gi addisjonalitet i bruken av offentlige midler.
- For å utnytte eksisterende miljøer gis Investinor ansvaret for å opprette og forvalte et nytt, statlig finansiert, fond-i-fond venturekapitalmandat.
- Investinor kan gjennom et slikt mandat utøve en aktiv rolle i det unoterte egenkapitalmarkedet som en fond-i-fond investor, herunder også bidra til å få etablert nye norske forvaltningsmiljøer innen ulike bransjer.
- Investinor kan også utøve rollen som en aktiv investor i unoterte selskaper gjennom deltakelse i syndikerte strukturer, pre-såkornfond, og andre nye finansieringsformer hvor en uavhengig forvalter er ansvarlig for løpende oppfølging av investeringsobjektene.
- Forvaltningen av såkornordningene overføres fra Innovasjon Norge til Investinor. Finansieringen av såkornordningen bør som en del av dette mandatet gjøres forutsigbar og langsiktig. Det vil være positivt å forvalte disse i et spesialisert investeringsmiljø med organisasjonsmessig avstand til resten av virkemiddelapparatet.
- Etter utvalgets vurdering vil det som en del av en slik overføring av oppgaver til Investinor være naturlig at selskapet fremover prioriterer investeringer indirekte gjennom andre forvaltere.

Utvalget mener at hovedinnretningen på statlige investeringer i tidlig-fase-bedrifter bør være gjennom *fond-i-fond-modeller*, der det også særlig bør vektlegges å utløse nye private saminvesteringer. Dette bør få virking for nye tiltak og for fremtidige investeringer under eksisterende bevilgninger for Investinor, siden utvalget foreslår at det nye fond-i-fond mandatet legges til Investinor.

Den konkrete utformingen av løpende forvaltning av eksisterende, og eventuelt fremtidige, såkornfond anbefales lagt til Investinor. Utvalget forventer høyere måloppnåelse og ressursbesparelse ved at den tilknyttede aktiviteten er eller blir overlappende med hovedaktiviteten i institusjonen. Høyere måloppnåelse inkluderer høyere risikojustert avkastning enn i de tidligere fondene. Samtidig innebærer en slik oppgaveforskyvning færre oppgaver for Innovasjon Norge både på kort og lang sikt.

Tiltaket vil få betydning for Investinor som skal forvalte slike bevilgninger, og for de forvaltningsmiljøer som går inn som medinvestorer under modellen. For at tiltaket skal utløse nye investeringer må det også innebære at den private kapitalen som reises, faktisk omallokeres i størst mulig grad til norske foretak.

For staten skal tiltaket på kort sikt innebære en omallokering av oppgaver, og i utgangspunktet ikke en ny utgiftspost på statsbudsjettet. På lang sikt mener utvalget at det jevnlig bør opprettes nye såkornfond. Dette kan innebære behov for både omallokering av statlig finansformue og nye bevilgninger til risikoavsetninger. Samtidig vil en forventet høyere avkastning (risikojustert) gi formuesøkning og grunnlag for omallokering ved realisering av statens verdier i fond som har gått ut sin mandatperiode og solgt investeringene.

Fornybar AS

- Utvalget vil anbefale at man baserer oppbyggingen av Fornybar AS' organisasjon og organisering, på de beste erfaringene fra etablerte miljøer, og at man legger grunnlaget for god evaluering både av avkastning og oppnåelse av klimaeffekter.

For staten vil dette i hovedsak innebære en videreføring av en varslet oppbygging av det nye selskapet. Utvalget legger til grunn at dette kan skje innenfor eksisterende rammer. Det bør imidlertid allerede nå startes et utredningsarbeid for å etablere et strukturert datagrunnlag fra starten av, for senere evaluering av selskapet og dets måloppnåelse. Utvalget tar forbehold om at dette allerede ligger inne i oppstartsplanene til selskapet.

Offentlige tilskudd og støtte

- Antall offentlige aktører som forvalter offentlige tilskudd, lån eller egenkapital må være begrenset. Man bør være tilbakeholden med å etablere overlappende ordninger for de samme formål.

– Tiltak bør evalueres jevnlig og systematisk, og midler bør aktivt flyttes fra ordninger med lav måloppnåelse til bedre ordninger. I tillegg må ordninger som ikke fungerer, legges ned. Brede ordninger sørger for den mest effektive fordelingen av støtte på tvers av sektorer.

En oppfølging av anbefalingen medfører på kort sikt behov for kartlegging av overlapp i det finansielle tildelingssystemet. Det bør kunne skje innenfor eksisterende økonomiske rammer. En oversikt over løpende evalueringer bør følges av etablering av et system for oppfølging av områder der det ikke har vært gjennomført evalueringer på overskuelig tid. Dette er oppgaver som utgjør en naturlig utvikling av den plikten som allerede påligger Direktoratet for økonomistyring til å samle og tilgjengeliggjøre statens evalueringer på ett og samme sted. Det bør derfor også kunne skje innenfor eksisterende økonomiske rammer. For behov for oppbygging av tilhørende datatilgang, se øvrig omtale av evalueringer i utvalgets utredning.

Innovasjon Norge

– Arbeidet med å spisse Innovasjon Norges rolle og mandat bør videreføres. Det bør særlig legges vekt på bedrifter som kan skape arbeidsplasser og fremtidig vekst.

En oppfølging av anbefalingen kan på kort sikt ha konsekvenser for innretningen av løpende arbeid, men utløser ikke nytt arbeid. Det kan derfor skje innenfor eksisterende økonomiske rammer.

Offentlige virkemidler

– Virkemidlene bør ses i sammenheng. Det bør undersøkes om det kan gjennomføres forenklinger som kan gjøre virkemidlene og virkemiddelapparatet mer oversiktlig og forbedre effektiviteten og den totale måloppnåelsen.
– Utvalget mener at en kartlegging av strukturelle forhold i markedet for eierskifter i Norge og sammenlignbare land, med sikte på å utvikle en strategi som kan bidra til utvikling av slike markeder, bør gjennomføres.

En oppfølging av utvalgets anbefaling får først og fremst betydning for innretningen av fremtidige bevilgninger og ordninger. For at disse forholdene skal bli en sentral del av beslutningsgrunnlaget, bør det i konkretiseringen av fremtidige forslag generelt legges mer vekt på analyser som finner markedssvikt og at det samtidig kan sies at svikten er stor nok til at det private kapitalmarkedet ikke fungerer godt nok.

Dette inkluderer naturlig også gjennomgang av alternative tiltak som kan kompensere for markedssvikt. Andre deler av økosystemet for utvikling av ny aktivitet, som større fokus rundt tilrettelegging for omsetning av bedrifter, bør få like stor oppmerksomhet som finansielle tilskudd og virkemidler som innebærer eierskap.

9.2.5 Kapittel 8 Skattesystemets innvirkning på kapitaltilgangen

Formuesskatt

– Ut fra et kapitaltilgangsperspektiv har formuesskatten negative effekter. På denne bakgrunn anbefaler utvalget at formuesskatten avvikles og eventuelt erstattes med andre skatter, som kan ha mindre negative effekter på næringslivets kapitaltilgang, og samtidig ivaretar hensyn til utjevning og en rimelig fordeling av skattebyrden, for eksempel eiendomsskatt. En slik skattlegging blir mer i tråd med andre OECD-land. En avvikling av formuesskatten vil innebære et provenytap på om lag 14 milliarder kroner.
– Dersom man likevel velger å beholde formuesskatten, mener utvalget subsidiært at verdsetting av formuesobjekter må gjøres langt mer ensartet, slik at den relative ulempen i beskatningen av andre formuesobjekter enn primærbolig fjernes. Gjeldsfradraget på enkelteiendeler bør også begrenses til eiendelens verdi i formuesskatteberegningen. Eventuelt økt proveny som følge av et markedsverdibasert skattegrunnlag bør brukes til å sette ned skattesatsen.

Utvalget legger til grunn at en fjerning av formuesskatten vil kunne styrke husholdningenes sparing og dermed også tilgangen på kapital for virksomheter uten tilgang til utenlandske finansmarkeder eller tilstrekkelig god tilgang til fremmedkapital. Utvalget mener også at formuesskatten kan påvirke eiersammensetningen i norske virksomheter, på bekostning av norsk eierskap. Dagens formuesskatt virker svært vridende på allokeringen av kapital, fordi grunnlagsfastsettelsen er skjev og favoriserer investeringer i boligeiendom. Dette er uheldig for næringslivets kapitaltilgang og vil rettes opp dersom formuesskatten avvikles eller verdifastsettelsen av de ulike grunnlagene

gjøres ensartet og basert på oppdaterte markedsverdier.

Anbefalingen om avvikling av formuesskatten anslås å redusere årlige skatteproveny med i størrelsesorden 14 milliarder kroner. På sikt forventes det imidlertid at staten vil få noen økte inntekter som et resultat av mer produktive investeringer. Det finnes ikke estimeringer av de fremtidige økonomiske virkningene for økonomien som helhet. En kan legge til grunn en viss forenklingseffekt av å fjerne en slik skatteart fra skattesystemet. Særlig gjelder det administrative kostnader knyttet til kontroll, men også skatteyters kostnader ved vurderinger av og tilpasninger til formuesskatten. På den annen side vil det være uheldig for statistikk- og analyseformål, dersom det ikke lenger skal innhentes formuesopplysninger for personer.

Utvalget anbefaler eventuelt at formuesskatten erstattes av andre skatter som kan ha mindre negative effekter på næringslivets kapitaltilgang og samtidig ivaretar hensyn til utjevning og en rimelig fordeling av skattebyrden. Utvalget tar ikke stilling til hvordan andre skatter eventuelt skal økes, men nevner eiendomsskatt som et eksempel.

Subsidiært anbefaler utvalget at formuesskatten forbedres gjennom en utjevning av verdsettingen av grunnlagene. Utvalget har fått beregnet to varianter av en slik formuesskattemodell. I alternativ 1 settes alle grunnlag til 80 prosent av antatt markedsverdi. Dette gjelder også verdsetting av den fratrukne gjelden. En slik endring av grunnlagene fører isolert sett til en provenyøkning som kan finansiere en reduksjon i skattesatsen på 0,4 prosentpoeng, fra 0,85 til 0,45. En slik endring vil ta bort mange av de uheldige effektene ved formueskatten. Lik verdsetting vil fjerne vridningene i spare- og investeringsvalgene, og redusert sats vil dempe effektene av formuesskatten på husholdningenes sparebeslutninger. Mer produktive investeringer kan igjen gi noen økte skatteinntekter til staten, i tillegg til virkningene for privat sektor.

En utfordring med en slik modell er at verdsettingen av bolig økes betraktelig (økes fra 25 prosent i dag, jf. tabell 8.1). Derfor har utvalget også fått beregnet en alternativ modell med 50 prosents verdsetting (også gjeld). Denne endringen gir isolert sett et provenytap. Etter utvalgets mening er det ikke hensiktsmessig å finansiere dette med økt sats. Derfor foreslår utvalget i dette tilfellet å redusere bunnfradraget fra 1 480 000 kroner til 1 190 000 kroner. Disse beregningene er basert på en justering av gjeldende ligningsverdier og kan avvike fra reelle markedsverdier for enkelte objekter, særlig unoterte aksjer og boliger i områder med lite omsetning. Utvalget har ikke analysert de administrative kostnadene knyttet til å få mer korrekte markedsverdier, men understreker at mer korrekte markedsverdier vil forbedre forslaget om lik verdsetting ytterligere.

Eiendomsskatt

– Det bør gjennomføres en reform av eiendomsbeskatningen for å sikre en mer helhetlig utforming og større forutsigbarhet, og for å forhindre uheldig vridning i den regionale kapitaltilgangen. Det bør fastsettes nasjonale retningslinjer for å få en mest mulig konsistent verdsettelse av eiendommer på tvers av kommunegrensene. Det bør også vurderes å redusere kommunenes fleksibilitet i utformingen av eiendomsskatten, eventuelt om en skal gå over til en statlig eiendomsskatt.

Eiendomsskatten utgjorde i 2017 omtrent 13 milliarder kroner og utgjør, sammenlignet med andre land, en liten andel av samlede skatteinntekter. En bedre innretning av beskatningen av fast eiendom vil gi en bedre ressursallokering og vil kunne avlaste andre, mer uheldige kapitalskatter. Reglene om eiendomsskatten gir også store, og til dels vilkårlige, forskjeller mellom kommuner. Mer konsistent verdsettelse og mindre kommunal fleksibilitet vil kunne øke forutsigbarheten for næringsliv og investorer. En reform av eiendomsskattereglene bør også kunne føre til et enklere regelverk og mindre administrative kostnader.

Beskatning av opsjoner i arbeidsforhold

– Utvalget anbefaler at ordningen for utsatt beskatning av opsjonsfordeler i arbeidsforhold bør gjøres vesentlig mer attraktiv, for å fremme omstilling og vekst i norsk næringsliv, og for å sikre den kompetansen som trengs for å utvikle norske vekstbedrifter.

Opsjoner kan bidra til å gi ansatte mer sammenfallende interesser med eierne. For små eller nystartede virksomheter kan opsjoner også gi mulighet til avlønning i situasjoner med anstrengt likviditet og begrenset tilgang til kapital. Utvalget mener ordningen kan bidra til å fremme omstilling og vekst i norsk næringsliv, og til å sikre den kompetansen som trengs for å utvikle norske vekstbedrifter. Utvalget har ikke tatt stilling til hvordan opsjonsordningen bør utvides, men en utvidelse

må ligge innenfor rammene av det som tillates etter EØS-avtalen. Det innebærer blant annet at ordningen fortsatt trolig må være avgrenset til å hjelpe små og nystartede virksomheter til å tiltrekke seg nøkkelpersonell, og at støtten ikke må overkompensere de ulempene den er ment å avhjelpe. En utvidelse av ordningen vil innebære et provenytap som følge av at omfanget av utsatt beskatning vil øke. På lengre sikt forventer utvalget at ordningen vil medføre økt fremtidig skatteinngang fra lønnsomme vekstselskaper og deres ansatte og eiere.

Aksjesparekonto

– Det bør utredes om aksjesparekonto kan inkludere unoterte aksjer.

Aksjesparekontoen vil etter utvalgets syn kunne bidra til at norske husholdninger sparer mer i aksjer, noe som igjen vil kunne bedre tilgangen på kapital til næringslivet. Utvalget tror en utvidelse av ordningen til også å innbefatte gevinster på unoterte aksjer kan gjøre ordningen mer attraktiv, uten at faren for tilpasninger i form av inntektsskifting er overhengende stor. En slik utvidelse vil trolig innebære økt bruk av kontoen og at omfanget av utsatt skatt øker. Endringen vil ikke innebære et provenytap, regnet i nåverdi, fordi skattekreditten knyttet til den utsatte skattleggingen oppveies av at det ikke gis skjerming på avkastning som holdes tilbake på kontoen.

Oppsummering skatt

Samlet sett mener utvalget at det er grunn til å gjøre enkelte endringer i skattesystemet for å bedre kapitaltilgangen til norsk næringsliv. Utvalget ønsker primært en avvikling av formuesskatten, samt en utvidelse av enkelte insentivordninger. Disse endringene vil innebære et provenytap. I tillegg ønsker utvalget en reform av eiendomsskatten og en vurdering av endret beskatning av stiftelser. Utvalget har ikke konkrete forslag til endringer her, og det lar seg derfor ikke gjøre å gi en fullstendig analyse av økonomiske og administrative virkninger av et samlet forslag. Utvalget har imidlertid subsidiært foreslått en provenynøytral omlegging av formuesskatten.

Referanser og litteratur

Akerlof, George A. (1970). *The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism.* Quarterly Journal of Economics, 84 (3), 488–500.

Angel, J., Harris, L. og Spatt, C. S. (2015). *Equity trading in the 21st century: An update.* Quarterly Journal of Finance, 5 (1), 2010–1392.

Backman, M. (2013). *Regions, Human and New Firm Formation.* Jönköping University JIBS Dissertation Series No. 086.

Beath, A. D. (2014). *Asset allocation and fund performance of defined benefit pension funds in the United States between 1998–2011.* Hentet fra http://www.cembenchmarking.com/Files/Documents/Research/Asset_Allocation_and_Fund_Performance_Merged_With_Title_Page.pdf

Bekaert, G. og X. Wang. (2009). *Home bias revisited.* SSRN Working Paper Series. Hentet fra https://ssrn.com/abstract=1344880

BIS. (2007). *Institutional investors, global savings and asset allocation.* (CGFS papers no. 27) Hentet fra https://www.bis.org/publ/cgfs27.htm

Bits AS. *Digitaliseringssamarbeidet mellom offentlig og privat sektor.* Hentet fra http://www.bits.no/project/dsop/

Bjørnsen, H. M., Klausen, J. E., Winsvold, M. (2015). *Kommunale selskap og folkevalgt styring gjennom kommunalt eierskap.* (NIBR-rapport 2015:1). Hentet fra http://www.hioa.no/extension/hioa/design/hioa/images/nibr/files/filer/2015-1.pdf

Boon, M., Briere, M. og Rigot, S. (2014). *Regulation and pension fund risk-taking.* Amundi working paper no 43.

Borre, R. R. og Ryalen, L. (2005). *Svensk kapital viktig for norsk næringsliv.* Statistisk sentralbyrå. Hentet fra https://www.ssb.no/virksomheter-foretak-og-regnskap/artikler-og-publikasjoner/svensk-kapital-viktig-for-norsk-naeringsliv

British Business Bank. (2016). *The British Business Bank – Unlocking finance for smaller businesses.* Hentet 10. oktober 2017 fra https://british-business-bank.co.uk/wp-content/uploads/2016/11/2016-10-28-British-Business-Bank-2-page-summary-FINAL.pdf

British Business Bank. (2017). *British Business Bank – Partners and programmes.* Hentet 28. oktober 2017 fra https://british-business-bank.co.uk/ourpartners/

Byrkjeland, M., Langeland, O. (2000). *Statlig eierskap i Norge 1945–2000* (Fafo-notat 2000:22). Hentet fra http://www.fafo.no/media/com_netsukii/655.pdf

Bøhren, Ø. (2011). *Eierne, styret og ledelsen. Corporate governance i Norge.* Bergen: Fagbokforlaget.

Bøhren, Ø., Michaelsen, D., og Norli, Ø. (2017). *Finans: Teori og Praksis.* Oslo: Fagbokforlaget.

Cappelen, Å. m.fl. (2016). *Innovasjons- og verdiskapingseffekter av utvalgte næringspolitiske virkemidler.* SSB-rapport nr. 2016/12. Hentet fra https://www.ssb.no/virksomheter-foretak-og-regnskap/artikler-og-publikasjoner/innovasjons-og-verdiskapingseffekter-av-utvalgte-naeringspolitiske-virkemidler

Cappelen Bjøru, E., J. Despriee, J. M. Hippe, T. Johnsen, P. Lillevold og R. Røtnes. (2016). *Økonomiske effekter av nytt kapitalkrav.* Samfunnsøkonomisk Analyse rapport nr. 44-2016. Hentet fra https://static1.squarespace.com/static/576280dd6b8f5b9b197512ef/t/57ecccb1e58c6249da6a99a8/1475136695569/R44-2016+%C3%98konomiske+effekter+av+nytt+kapitalkrav.pdf

Diamond, P. og J. Mirrlees. (1971). *Optimal Taxation and Public Production: Production Efficiency.* American Economic Review 61, 8–27.

Direktoratet for økonomistyring. (2017). *Samfunnsøkonomisk analyse.* Hentet fra https://dfo.no/fagområder/utredning/samfunnsøkonomisk-analyse

Døskeland, T. og P. Strømberg. (2018). *Evaluating investments in unlisted equity for the Norwegian Government Pension Fund.* Hentet fra https://www.regjeringen.no/contentassets/7fb88d969ba34ea6a0cd9225b28711a9/evaluating_doskelandstromberg_10012018.pdf

Døskeland, T. og A. Mjøs. (2008). *Utvikling av eierstrukturen på Oslo Børs.* SNF-rapport nr. 14.

Edson, C. (2012). *The Constraining effects of the Norwegian Wealth Tax.* Discussion Papers, no. 724. Hentet fra https://www.ssb.no/a/publikasjoner/pdf/DP/dp724.pdf

European Investment Bank. (2016). *EIB and Funding Circle announce groundbreaking £100 million investment into UK small businesses.* Hentet 28. oktober 2017 fra http://www.eib.org/infocentre/press/releases/all/2016/2016-154-eib-and-funding-circle-announce-groundbreaking-pound100-million-investment-into-uk-small-businesses.htm

Europakommisjonen. (2017). *Public consultation on building a proportionate regulatory environment to support SME listing.* Hentet fra https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2017-barriers-listing-smes_en

Espelien, Anne mfl. (2014). *Veien fra FoU til marked for miljøteknologi.* Menon-publikasjon nr. 10/2014.

EVCA & Thomson Reuters. (2013). *2013 Pan-European Private Equity Performance Benchmarks Study.* Hentet fra https://www.investeurope.eu/media/199202/2013-pan-european-private-equity-performance-benchmarks-study-evca-thomson-reuters-final-version.pdf

EY. (2017). *Nordic Market Insights January 2017.* Hentet fra http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Nordic–Insights-01-2017/$File/EY-Nordic–Markets-Insights-01-2017-FIN.pdf

Financial Stability Board, Regional Consultative Group for Europe. (2017). *Report on Private Pension Schemes: functioning, vulnerabilities and future challenges.* Hentet fra http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P171017.pdf

Finans Norge. (2017). *Uten banken stopper Norge. Bankutlån til norsk næringsliv 2010–2016.* Hentet fra https://www.finansnorge.no/contentassets/0194ca8cb10b47e7bf7439e5b91da566/rapporten/uten-banken-stopper-norge-0417-web.pdf

Finansdepartementet. (2004). *Om skattereform.* (St.meld. nr. 29 (2003–2004). Hentet fra https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/stmeld-nr-29-2003-2004-/id404206/

Finansdepartementet. (2016). *Bedre skatt – En skattereform for omstilling og vekst* (Meld. St. 4 (2015–2016)). Hentet fra https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-4-20152016/id2456324/

Finansdepartementet. (2016). *Utredningsinstruksen.* Hentet fra https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/instruks-om-utredning-av-statlige-tiltak-utredningsinstruksen/id2476518/

Finansdepartementet. (2017). *Finansmarkedsmeldingen 2016/2017* (Meld. St. 34 (2016–2017)). Hentet fra https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-34-20162017/id2548252/

Finanstilsynet. (2017). *Brev til Finansdepartementet – Folkefinansiering.* Hentet 12. september 2017 fra https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/brev/2017/brev-til-finansdepartementet–folkefinansiering/

Finansdepartementet. (2017). *Meld. St. 2 (2016–2017) Revidert nasjonalbudsjett 2017.*

Finanstilsynet. (2017). *Lånebasert folkefinansiering (crowdfunding) – en veiledning om låneformidling.* Hentet 5. desember 2017 fra https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/rundskriv/2017/lanebasert-folkefinansiering-crowdfunding–en-veiledning-om-laneformidling/

Fornyings-, administrasjons- og kirkedepartementet. (2011). *Veileder om EØS-avtalens regler om offentlig støtte.* Hentet fra https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fad/vedlegg/konkurransepolitikk/offentlig-stotte/offentlig_stotte_veildere_2011.pdf

Gammersvik, S.F. og Axelsson, S. O. (2012). *En bekymringsfull tilstand – en analyse av risikostyring og internkontroll i norske stiftelser.* (Masteroppgave). Institutt for økonomi og ressursforvaltning. Universitet for miljø- og biovitenskap.

Gobel, M. N. og Hestdal, T. (2015). *Formuesskatt på unoterte aksjer – en analyse av ulikheter i verdsettelsesgrunnlaget til børsnoterte og unoterte aksjer.* (Masteroppgave) Norges Handelshøyskole). Hentet fra https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/2382998/masterthesis.PDF?sequence=1&isAllowed=y

Grimsby, G. (2015). *Three essays on competent capital.* (Doktoravhandling). Økonomisk Institutt, Universitetet i Oslo.

Gueven F., Kambourov, G., Kuruscu, B., Ocampo-Diaz, S. and D., Chenk. (2017). *Use It or Lose It: Efficiency Gains from Wealth Taxation.* Hentet fra https://www.cemfi.es/ftp/pdf/papers/Seminar/GKKOC-2017_FG_v58.pdf

Grünfeldt, L. m. fl. (2014). *En statlig bro i kapitalmarkedet.* Menon-publikasjon nr. 42/2013

Hansson, Å. (2010). *Is the Wealth Tax Harmful to Economic Growth?*. World Tax Journal, 2(1), 19–34.

Herpfer, C., Mjøs, A., and Schmidt, C. (2017). *The causal impact of distance on bank lending.* Hentet fra https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2587058

Hetland, O. R., Mjøs, A., Zhang, L. K (2018). *Det norske bankmarkedet. En beskrivende analyse av bankmarkedet for norske bedriftskunder.* SNF-rapport 06/17.

Hvide, H.K. og Møen, J. (2010). *Lean and Hungry or Fat and Content? Entrepreneur Wealth and Start-up Performance.* Management Science 56(8), 1242–1258. Hentet fra https://ssrn.com/abstract=1012012

IMF. (2014). *Norway. Selected Issues Paper, IMF country report No. 14/260.* Hentet fra https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr14260.pdf

Innst. 273 S (2015–2016) *Innstillingen fra finanskomiteen om en skattereform for omstilling og vekst.* Oslo: Finansdepartementet.

Jensen, M og Meckling, W. (1976): *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure.* Journal of Financial Economics, October 1976, 305–360.

Johnsen, T. & Lensberg, T. (2014). *A Note on the Cost of Collecting Wealth Taxes.* Hentet fra https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2512663

Jørgensen, K., Skjeltorp, J. og Ødegaard, B. A. (2017). *Throttling hyperactive robots – Order-to-trade ratios at the Oslo Stock Exchange.* Hentet fra http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2399225

Kirkebirkeland, M. (2015). *En bedre forvaltning av norske vannkraftressurser.* Civita-notat nr. 29/2015. Hentet fra https://www.civita.no/publikasjon/nr-29-2015-en-bedre-forvaltning-av-norske-vannkraftressurser

Kommunesektorens etikkutvalg. *Høy etisk standard i foretak og selskaper – om kommunalt eierskap.* Hentet fra http://www.ks.no/globalassets/blokker-til-hvert-fagomrade/samfunn-og-demokrati/etikk/hoy-etisk-standard-i-foretak-og-selskaper--om-kommunalt-eierskap.pdf

KS. *Anbefalinger om eierstyring, selskapsledelse og kontroll.* Hentet fra http://www.ks.no/globalassets/ks-anbefalinger-eierstyring_digital.pdf

Kvinge, T., Moen, S. E., Røtnes, R., Lindqvist, T. (2008). *Hvor man ligger – der reder man? Om lokalisering av hovedkontor og betydningen for norsk verdiskaping* (Fafo-rapport 2008:22). Hentet fra http://www.fafo.no/media/com_netsukii/20064.pdf

Løvås, J. (2017, 12. januar). *Fikset folkelån på fem timer.* Dagens Næringsliv. Hentet fra https://www.dn.no/nyheter/2018/01/12/1048/Finans/fikset-folkelan-pa-fem-timer

Malde, S. (2016). *Folkefinansiering i etableringsfasen.* Magma, 6/2016, 37-45. Hentet fra https://www.magma.no/folkefinansiering-i-etableringsfasen

Menon (2010) *Forretningsengler i Norge: Omfang, betydning og behov for offentlig involvering.* Menon-publikasjon nr. 15/2010.

Menon (2015) *Evaluering av eiendomsvirksomheten til Siva.* Hentet fra https://www.regjeringen.no/contentassets/995fa519e8504c58b89db4fc341bfde1/evaluering_eiendomsvirksomhet_siva_2015.pdf

Menon (2015). *Kapitalbeskatning og investeringer i norsk næringsliv.* Menon-publikasjon nr. 28/15

Menon (2017) *Eierskap og emisjoner i norske foretak.* Menon-publikasjon nr. 71/2017.

Menon (2017) *Hvem finansierer Norge?* Menon-publikasjon 69/2017.

Mercer (2014). *Asset allocation of pension funds around the world.* Hentet fra https://fsc.org.au/_entity/annotation/10f71f08-c0c6-e611-80d2-00155dea4d00

Mirrlees, J., m.fl. (2010). *Dimensions of Tax Design: The Mirrlees Review.* Oxford University Press.

Mjøs, A. og Kisseleva-Scherenberger, K. (kommer) *Analyse av SNF/NHHs regnskapsdatabase.* SNF/NHH.

Modigliani, F og Miller, M. (1958). *The Cost of Corporation Finance and the Theory of Investment.* American Economic Review, 48 (3), 261–297.

Mohammadi, A & Shafi, Kourosh (2017). *How Wise Are Crowd? A Comparative Study of Crowd and Institutions in Peer-to-Business Online Lending Markets.* Hentet fra: http://ssrn.com/abstract=2752085

Monkerud, L. C., Indset, M., Stokstad, S., Klausen, J. E. (2016). *Kommunal organisering 2016* (NIBR-rapport 2016:20). Hentet fra http://www.hioa.no/Om-HiOA/Senter-for-velferds-og-arbeidslivsforskning/NIBR/Publikasjoner/Kommunal-organisering-2016

Moody's. (2014). *Rating methodology. Government-Related Issuers.* Hentet fra https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_173845

MSCI. (2016). *Global markets and return drivers.* Hentet fra https://www.regjeringen.no/contentassets/

f353169233704a55b3af6b0b36fb3129/global_-markets_returns_3_04_16.pdf

Must, E. (2017, 22. mai). *Styremedlemmer bør bli aksjonærer.* Dagens Næringsliv. Hentet fra https://www.dn.no/meninger/2017/05/22/1129/Innlegg/styremedlemmer-bor-bli-aksjonaerer

Myers, S. C. og N. S. Majulf. (1984). *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have.* Journal of Financial Economics, 13 (2) s. 187–221.

Neiss, S. (2017). *10 reasons the $1 million crowdfunding cap should be $20 million.* Venturebeat. Hentet fra https://venturebeat.com/2017/12/10/10-reasons-the-1-million-crowdfunding-cap-should-be-raised-to-20-million/

Nordea. (2016). *Nordea lanserer crowdfunding-tjeneste.* Hentet 12. september 2017 fra https://www.nordea.com/no/presse-og-nyheter/nyheter-og-pressemeldinger/news-no/2016/16-05-02_nordea_lanserer_crowdfunding-tjeneste.html

Norli, Ø. (2007). *Børsintroduksjoner.* Praktisk økonomi & finans, nr. 3, 11–19.

Normann, T. (2015, 4. juni). *Statkraft avlyser vindkraftinvesteringer på 11. mrd.* E24. Hentet fra http://e24.no/energi/statkraft-avlyser-vindkraftinvesteringer-paa-11-mrd/23464304

Nordic Innovation. (2017). *Nordic entrepreneurship check 2016.* Hentet frahttp://www.nordicinnovation.org/no/publikasjoner/nordic-entrepreneurship-check-2016/

NOU 1989: 14 *Bedrifts- og kapitalbeskatningen – en skisse til reform.* Oslo: Finansdepartementet.

NOU 1991: 17 *Bedrifts- og kapitalbeskatningen – beskatning av formue.* Oslo: Finansdepartementet.

NOU 1996: 17 *I Norge – for tiden? Konsekvenser av økt internasjonalisering for en liten åpen økonomi.* Oslo: Finansdepartementet.

NOU 2003: 9 *Skatteutvalget – Forslag til endringer i skattesystemet.* Oslo: Finansdepartementet.

NOU 2012: 3 *Fripoliser og kapitalkrav.* Oslo: Finansdepartementet

NOU 2013: 3 *Pensjonslovene og folketrygdreformen III.* Oslo: Banklovkommisjonen.

NOU 2014: 13 *Kapitalbeskatning i en internasjonal økonomi.* Oslo: Finansdepartementet.

NOU 2015: 1 *Produktivitet – grunnlag for vekst og velferd – Produktivitetskommisjonens første rapport.* Oslo: Finansdepartementet.

NOU 2016: 20 *Aksjeandelen i Statens pensjonsfond utland.* Oslo: Finansdepartementet.

NOU 2016: 3 *Ved et vendepunkt: Fra ressursøkonomi til kunnskapsøkonomi – Produktivitetskommisjonens andre rapport.* Oslo: Finansdepartementet.

NVCA. (2017). *Private Equity Funds in Norway. Activity Report 2016.* Hentet fra http://www.nvca.no/wp-content/uploads/2017/06/Private-Equity-Funds-in-Norway-–-Activity-report-2016.pdf

Nærings- og fiskeridepartementet. (2015). *Gode ideer – fremtidens arbeidsplasser.* Regjeringens gründerplan. Hentet fra https://www.regjeringen.no/contentassets/05f1305cb2a94a379ff48c2f2c60d688/grunderplan_2015.pdf

Nærings- og fiskeridepartementet. (2014). *Et mangfoldig og verdiskapende eierskap.* (Meld. St. 27 2013–2014). Hentet fra https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/Meld-St-27-20132014/id763968/

Nærings- og fiskeridepartementet. (2015). *Regjeringens eierpolitikk 2015.* Hentet fra https://www.regjeringen.no/contentassets/aa-278c06b8bf467ebe24fa22314d7b02/regjeringenseierpolitikk_2015.pdf

Nærings- og fiskeridepartementet. (2017). *Statens eierberetning 2016.* Hentet fra https://www.regjeringen.no/contentassets/459cfd3bfaad4f6abe4437d91c0f890a/statens-eierberetning-2016.pdf

Nærings- og fiskeridepartementet. (2017). *Industrien – grønnere, smartere og mer nyskapende.* (Meld. St. 27 (2017–2018)). Hentet fra https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-27-20162017/id2546209/

OECD. (2006). *Fundamental Reform of Personal Income Tax.* OECD Tax Policy Studies, No 13. OECD Publishing.

OECD. (2010). *Tax Policy Reform and Economic Growth.* Hentet fra http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/2310131e.pdf?expires=1516052433&id=id&accname=oid029201&checksum=FCE6BC94B3CA74417DAD3A4AB3DE480A

OECD. (2012). *Competitive Neutrality. Maintaining a level playing field between public and private business.* Hentet fra http://www.oecd.org/corporate/50302961.pdf

OECD. (2015). *Annual survey of investment regulation of pension funds.* Hentet fra http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/2015-Survey-Investment-Regulation-Pension-Funds.pdf

OECD. (2015). *PISA 2015 Results. Students' financial literacy.* Hentet fra http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/education/pisa-2015-results-volume-iv_9789264270282-en#.Wmsf5KjiZaQ

OECD. (2016). *OECD Economic Surveys Norway.* Hentet fra http://www.oecd.org/eco/surveys/Norway-2016-overview.pdf

OECD. (2017). *Entrepreneurship at a Glance.* Hentet fra http://dx.doi.org/10.1787/entrepreneur_aag-2017-en

OECD. (2017). *Pension Funds in Figures.* Hentet fra https://www.oecd.org/pensions/private-pensions/Pension-Funds-in-Figures-2017.pdf

OECD. (2017). *The Role and Design of Net Wealth Taxes in the OECD.* CTPA/CFA/WP2 (2017)31.

OECD. (2018). *Timely Indicators of Entrepreneurship.* Hentet fra https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=TIMELY_BDS_ISIC4

Olje- og energidepartementet. (2016). *Kraft til endring – Energipolitikken mot 2030.* (Meld. St. 25 2015–2016). Hentet fra https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-25-20152016/id2482952/

Olje- og energidepartementet. (2017). *Eierskap i kraftsektoren.* Hentet fra https://energifaktanorge.no/om-energisektoren/eierskap-i-kraftsektoren/

Oslo Economics, BDO og Holtedahl, E. (2017). *Evaluering av GIEK og Eksportkreditt Norge AS.* Hentet fra https://www.regjeringen.no/contentassets/d50aad3f1c0a45ea8dd32e24ff63be8b/rapport.pdf

Ekspertgruppe som har vurdert Norges kapitalstyrke. (2004). *Kapitaltilgang og økonomisk utvikling.* Hentet fra https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/kilde/fin/rap/2004/0004/ddd/pdfv/214457-kapitalstyrke.pdf

Reve, T. og Sasson, A. (2012). *Et kunnskapsbasert Norge.* Oslo: Universitetsforlaget.

Richman, P. (1963). *Taxation of foreign investment income: an economic analysis.* Johns Hopkins Press.

Riksrevisjonen. (2015). *Dokument 3:8 (2015–2016) Riksrevisjonens undersøkelse av såkornfondenes resultater.*

Riksrevisjonen. (2017). *Dokument 3:2 (2017–2018) Riksrevisjonens kontroll med forvaltningen av statlige selskaper for 2016.*

Samfunnsøkonomisk analyse and technopolis. (2017). *Evaluation of Norwegian Innovation Clusters* (Report 76-2017). Oslo: Samfunnsøkonomisk analyse.

Sandmo, A. (1985). *The Effects of Taxation on Savings and Risk Taking.* Handbook of Public Economics Vol 1, kapittel 5, 265–3311. Amsterdam: Elsevier

Schindler, D. (2017). *Wealth Taxation, Non-listed Firms, and the Risk of Entrepreneurial Investment.* CESifo Working Paper Series. Hentet fra https://ssrn.com/abstract=3004385

Seim, D. (2017). *Behavioral Responses to Wealth Taxes: Evidence from Sweden.* Upublisert, kommer i American Economic Journal.

Shead, S. & Willams-Grut, O. (2017). *Fintech unicorn Funding Circle is getting an extra £40 million of UK government money to lend to businesses.* Business Insider. Hentet fra h ttp://www.businessinsider.com/funding-circle-gets-40-million-from-the-uk-government-british-business-bank-2017-1?r=UK&IR=T&IR=T

Skatteetaten. (2017). *Skatte-ABC 2017.* Hentet fra http://www.skatteetaten.no/no/Radgiver/Rettskilder/Handboker/skatte-abc/

SNF (2017). *Midtveisevaluering av Sivas Inkubatorprogram og Næringshageprogram* (SNF Rapport 01/17).

SOU 2017:115 *Att främja gröna obligationer. Stockholm 2017.* Hentet fra http://www.sou.gov.se/wp-content/uploads/2018/01/SOU-2017_115_webb_total.pdf

SSB. (2017). *Nyetablerte foretaks overlevelse og vekst, elektronisk publisering.* Hentet fra https://www.ssb.no/virksomheter-foretak-og-regnskap/statistikker/fordem

Stamland, T. Rud, L. og Mjøs, A. (2008). *Kapitaltilgangen for SMB i ulike deler av landet* (SNF-rapport nr. 15/08)

Stiftelsestilsynet. (2017). *Styrearbeid i norske stiftelsar – nivå på honorar og kostnader.* Hentet fra https://lottstift.no/wp-content/uploads/2017/02/Temaundersokinga-2016-ferdig-rapport.pdf

Stiftelsestilsynet. (2017, 12. januar 2018). *Statistikk for stiftelsessektoren i Norge.* Hentet 12. januar 2018 fra https://lottstift.no/stiftelsar/statistikk-stiftelsessektoren-norge/

Stiftelsestilsynet. (2017). *Stiftelsesregisteret.* Hentet 12. januar 2018 fra http://lottstift.no/stiftelsesregisteret

Stiglitz, J. E. (1969). *The Effects of Income, Wealth, and Gains Taxation on Risk-Taking.* The Quarterly Journal of Economics 83, 263–83.

Stortinget. (2017). *Innstilling fra næringskomiteen om bevilgninger på statsbudsjettet for 2018, kapitler under Nærings- og fiskeridepartementet, Klima- og miljødepartementet og Land-*

bruks- og matdepartementet (rammeområdene 9, 10 og 11) (Innst. 8 S 2017–2018). Hentet fra https://www.stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Publikasjoner/Innstillinger/Stortinget/2017–2018/inns-201718-008s

Thema Consulting Group. (2013). *Kartlegging og anbefaling til god eierstyring i kraftnæringen* (THEMA Rapport 2013-46) Hentet fra http://www.thema.no/wp-content/uploads/2015/05/THEMA-rapport-2013-46-Kartlegging_og_anbefaling_til_god_eierstyring_i_-kraftnaringen.pdf

Turtveit, L. T. (2017). *Filialer av utenlandske banker og kredittilbud.* (Aktuell kommentar 3/2017) Hentet fra http://www.norges-bank.no/Publisert/Signerte-publikasjoner/Aktuell-kommentar/2017/Aktuell-kommentar-32017/

Vanpée, R. og De Moor, L. (2012). *Bond and Equity Home Bias and Foreign Bias: an International Study.* Working Paper, Katholieke Universiteit Leuven.

Williams-Grut, O. (2016). *Government cash funds almost 10 percent of peer-to-peer MarketInvoic's loans.* Business Insider Nordic. Hentet fra http://nordic.businessinsider.com/british-business-bank-funds-9-of-peer-to-peer-marketinvoices-loans-2016-12?r=UK&IR=T

Wilson, K.E. (2015). *Policy lessons from Financing Innovative Firms.* OECD STI Policy Papers No. 24, 2015

World Economic Forum. (2016). *Global Information Technology Report.* Hentet frahttp://www.weforum.org/gitr.

Zoutman, F. T. (2014). *The Effect of Capital Taxes on Household's Portifolio Composition and Intertemporal Choice: Evidence from the Dutch 2001 Income Tax Reform.* NHH Discussion Paper FOR 23-2014.

Zucman, G. (2015). *The Hidden Wealth of Nations – The Scourge of Tax Havens.* University of Chicago Press.

Vedlegg 1

Aktører som har gitt innspill til utvalget

Abelia
ACE Aquaculture
Akademikerne
Aksjonærforeningen
Argentum
BA-HR
BanQsoft
Beat.no
Bedriftsforbundet
Bergen Næringsråd
Bergen Teknologioverføring
Bergens forskningsstiftelse
Bodø Næringsforum
Bodøregionens Utviklingsselskap
CoFounder
DNB
DNB Livsforsikring
Eksportkreditt Norge
Enova
Fana Sparebank
Finans Norge
Finansforbundet
Finanstilsynet
Folkeinvest
Forskningsrådet
Frode Eilertsen
FundingPartner
Gabler
Garantiinstituttet for eksportkreditt (GIEK)
Georg Nervik
GIEK Kredittforsikring
Gjensidigestiftelsen
Grieg Investor
Helgeland Invest
Innovasjon Norge
Innovasjon Norge Hordaland
Innovasjon Norge Nordland
Investinor
Kameo
Kitemill
Kjeller Innovasjon
Kverva
Landsorganisasjonen i Norge (LO)
Legemiddelindustriforeningen
Menon
Monobank
Nord Universitet
Nordic Investment Bank
Nordic Trustee
Norinnova Invest AS
Norsk Industri
Norsk Venturekapitalforening (NVCA)
Norway Health Tech
NTNU Accel
NTNUs Entreprenørskole
NTNU rektors stab (nyskaping)
NTNU TTO
Næringsforeningen i Trondheimsregionen
Næringslivets Hovedorganisasjon (NHO)
Oslo Børs
Pensjonskasseforeningen
PriceWaterhouseCoopers
ProVenture
Salvesen og Thams
Sarsia Seed
SGNskis
SINTEF TTO
SIVA
Sparebank 1 Nord Norge Salten
Sparebank 1 SR-Bank
Sparebanken Vest
Sparebankstiftelsen DNB
StartupLab
Staur Asset Management/Fagråd Finans
Stiftelsesforeningen
T. Kolstad Eiendom
Trondheim kommunale pensjonskasse
Verdipapirforetakenes Forbund
Viking Venture
Vinter Troms
Virke

Norges offentlige utredninger 2017

Arbeids- og sosialdepartementet:
NOU 2017: 3 Folketrygdens ytelser til etterlatte
NOU 2017: 10 Grunnlaget for inntektsoppgjørene 2017

Barne- og likestillingsdepartementet:
NOU 2017: 6 Offentlig støtte til barnefamiliene
NOU 2017: 8 Særdomstoler på nye områder?
NOU 2017: 12 Svikt og svik

Finansdepartementet:
NOU 2017: 1 Markeder for finansielle instrumenter
NOU 2017: 4 Delingsøkonomien
NOU 2017: 13 Ny sentralbanklov. Organisering av Norges Bank og Statens pensjonsfond utland
NOU 2017: 14 Nye regler om markedsmisbruk – sanksjoner og straff
NOU 2017: 15 Revisorloven

Helse- og omsorgsdepartementet:
NOU 2017: 16 På liv og død

Justis- og beredskapsdepartementet:
NOU 2017: 2 Integrasjon og tillit
NOU 2017: 5 En påtalemyndighet for fremtiden
NOU 2017: 8 Særdomstoler på nye områder?
NOU 2017: 9 Politi og bevæpning
NOU 2017: 11 Bedre bistand. Bedre beredskap

Kulturdepartementet:
NOU 2017: 7 Det norske mediemangfoldet
NOU 2017: 17 På ein søndag?

Bestilling av publikasjoner

Offentlige institusjoner:
Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon
Internett: www.publikasjoner.dep.no
E-post: publikasjonsbestilling@dss.dep.no
Telefon: 22 24 00 00

Privat sektor:
Internett: www.fagbokforlaget.no/offpub
E-post: offpub@fagbokforlaget.no
Telefon: 55 38 66 00

Publikasjonene er også tilgjengelige på
www.regjeringen.no

Trykk: 07 Media AS – 03/2018

MILJØMERKET TRYKKERI
07 MEDIA – 2041 0379