

**Det kongelige Finansdepartement**

Postboks 8008 Dep  
0030 OSLO

*v/Nina Bjerkedal*

*Oslo, 5. september 2003*

**Vurdering av Skatteutvalgets (NOU 2003:9) forslag til aksjonærmodell**

**1. Bakgrunn**

First Securities påtok seg 11. juni 2003 konsulentoppdrag for Finansdepartementet i tilknytning til Skatteutvalgets (NOU 2003:9) forslag til beskatning av utbytte og aksjegevinster (aksjonærmodellen). Oppdraget består i å utarbeide en rapport som supplerer Skatteutvalgets gjennomgang av den såkalte aksjonærmodellens teoretiske egenskaper med en vurdering av hvordan modellen vil kunne virke i praksis. Det skal i denne sammenheng særlig fokuseres på mulige økonomiske virkninger av modellen på investeringer, finansieringskilder og utflytting av selskaper fra Norge, herunder om modellen vil innebære tilpasningsmuligheter. Videre skal det vurderes om aksjonærmodellen vil kunne ha særlige implikasjoner for gründervirksomhet og selskaper med mye immateriell kapital. Det fokuseres særlig på de økonomiske implikasjonene og praktiske konsekvensene av en aksjonærmodell som foreslått av utvalget. Ligningstekniske- og administrative implikasjoner er ikke grundig vurdert og kommenteres kun kortfattet. Vi antar at Finansdepartementet har høringsinstanser som er bedre posisjonert til å vurdere slike forhold.

**2. Skatteutvalgets forslag til aksjonærmodell**

Bakgrunnen for den foreslåtte aksjonærmodellen som grunnlag for beskatning av utbytte og aksjegevinst er et ønske om å integrere person- og selskapsbeskatningen på annet vis enn ved dagens delingsmodell. De mest fremtredende svakhetene ved delingsmodellen er trolig at den skiller mellom passivt og aktivt eierskap og at det har vært muligheter til å tilpasse seg for å unngå tilordning av personinntekt fra virksomhetsinntekt. Videre kan det hevdes at prosedyrene for beregning av personinntekt etter delingsmodellen er stiliserte og medfører liten grad av treffsikkerhet ved oppsplitting av virksomhetsinntekt i henholdsvis kapital- og arbeidsinntekt. En fordel med dagens delingsmodell er at skattyter ikke selv har direkte innflytelse på selve beskatningen. Aksjonærmodellen er ment å gi økt beskatning på enkelte kapitalinntekter og har som siktemål å skape tilnærmet indifferens hos skattyter med hensyn på om arbeidsinntekt tas ut som lønn eller utbytte.

Aksjonærmodellen skal kun praktiseres ved beskatning av personlige skattytere og baserer seg på et skatteregime med lav og flat skatt på alminnelig inntekt kombinert med en progressiv

---

<b>Postadresse</b>	<b>Besøksadresse</b>	<b>Telefon</b>	<b>Telefax</b>	<b>Foretaksnummer</b>
First Securities ASA Postboks 1441 Vika 0115 OSLO	Stranden 3A 0250 OSLO	23 23 80 00	23 23 80 01	NO 980 645 487

beskatning av personinntekter. Dagens godtgjørelses- og RISK-system foreslås videreført ved beskatning av selskaper. Aksjonærmodellen tenkes å erstatte delingsmodellen og vil medføre at den totale marginale beskatning av selskap/aksjonær stiger fra dagens nivå på 28% til 48,16% ved at aksjonæren blir gjenstand for ytterligere beskatning på 28% med hensyn på utbytte og aksjegevinster utover et visst minstenivå eller såkalt skjermingsfradrag.

Aksjonærmodellen innebærer gjeninnføring av økonomisk dobbeltbeskatning av gevinst og utbytter i en modifisert progressiv form. Dobbeltbeskatningen vil kun ramme eiere i virksomheter med god lønnsomhet.

Modellen foreslås anvendt ved eierskap i aksjeselskaper og likestilte selskaper. Utvalget peker også på at det bør innføres lignende uttaksmodeller for deltagerlignede selskaper og enmannsforetak. Slik progressiv kapitalbeskatning innebærer at den delen av investeringens avkastning som overstiger en fastsatt alternativavkastning, ilegges en ekstra skatt på aksjonærens hånd. Alternativavkastningen beregnes på grunnlag av aksjens kostpris, med tillegg av ubenyttet skjermingsfradrag fra tidligere år, multiplisert med en nærmere fastsatt skjermingsrente. Avkastning i form av utbytte og/eller kursgevinst utover skjermingsrenten beskattes således som alminnelig inntekt etter en sats på 28%. Etter dagens system med godtgjørelse for utbytteskatt og RISK-regulering, vil ikke super-profit (avkastning utover et visst skjermingsnivå) bli gjenstand for dobbeltbeskatning i det lange løp. Dette er en viktig forskjell mellom de to modellene.

Aksjonærmodellen som beskrevet ovenfor vil kunne føre til tynn kapitalisering med innslag av lån fra eierne i selskapene for å oppnå lavere beskatning ved at utdelinger som ellers ville vært utbytte utdeles som rente på lån istedenfor. På bakgrunn av dette foreslår utvalget at renteinntekter på lån fra personlige skattytere til aksjeselskaper utover et visst skjermingsnivå skal ilegges en ekstra skatt på linje med hva som er tilfelle for utbytte. Utvalget foreslår at skjermingsrenten for slike lån skal være noe høyere enn skjermingsrenten for utbytte og aksjegevinster.

Aksjonærmodellen foreslås ikke bare anvendt ved eierskap i norske selskaper, men også utenlandske selskaper.

### **3. Mulige konsekvenser av aksjonærmodellen**

Skattesystemet kan tjene flere funksjoner hvorav det å skape inntekter til offentlig forbruk er den mest åpenbare. Videre har det vært et mål med skattesystemet å bidra til å omfordele inntekt og formue fra de med høy inntekt og formue til de som har lav inntekt og formue. Skattesystemet kan også korrigere for ulike typer av markedssvikt og lempninger eller innstramminger i skattenivået kan gi stimuli for konsum og sparing. Et viktig siktemål ved utforming av skattesystemet er at det ikke har vridningseffekter i den forstand at aktørene endrer atferd/ressursbruk ensidig som følge av skattesystemets utforming. Det vil i denne sammenheng være sentralt at all kapitalavkastning beskattes likt for ikke å påvirke investeringsbeslutningene. Skatteutvalget har i NOU 2003:9 foretatt en gjennomgang av aksjonærmodellens teoretiske egenskaper. Det konkluderes blant annet med at modellen har følgende egenskaper:

- Finansieringsnøytral – den skattemessige behandlingen av utbytte, renter og aksjegevinster medfører ikke vridninger sammenlignet med dagens situasjon med hensyn til selskapenes finansieringskilder

- Investeringsnøytral - den skattemessige behandlingen av utbytte, renter og aksjegevinst medfører ikke endring i selskapenes avkastningskrav før skatt. Den naturlige følge av dette er at selskapenes investeringsbeslutninger ikke endres som følge av endringene i skattereglene
- Nøytral i forhold til virksomhetsformer – dersom tilsvarende uttaksmodeller innføres også for deltakerlignede selskaper og enmannsforetak, vil det være skattemessig nøytralitet mellom de ulike virksomhetsformer

Dette er utsagn som vil kommenteres nærmere i de kommende avsnitt.

### *3.1.1 Mulige tilpasninger fra skattyterne*

#### *Uttak av fri egenkapital før innføring av aksjonærmodellen*

Det må påregnes stor aktivitet blant skattyterne i forkant av systemskiftet med sikte på best mulig å tilpasse seg beskatningen etter aksjonærmodellen for å minimere den effektive skattebelastning. Dette gjelder tilpasninger gjort både før og etter en eventuell innføring av aksjonærmodellen. Tilpasninger før innføring av modellen vil antakelig bestå hovedsakelig av utdeling av fri egenkapital hvor utdelingen benyttes til privat forbruk, investeres i annen virksomhet eller i neste omgang skytes inn som ny aksjekapital i selskapet eller som lånekapital. Dette vil ikke påvirke skjermingsgrunnlaget så lenge utdelingen ikke anvendes til privat forbruk, men skaper rom for fremtidig utdeling av likvide midler til eierne gjennom skattefri nedsettelse av aksjekapitalen eller tilbakebetaling av lån. Det forutsettes i denne sammenheng at skjermingsgrunnlaget for aksjer som er ervervet før aksjonærmodellen innføres blir satt til aksjenes opprinnelige kostpris tillagt eventuelle RISK-beløp. Dette er i tråd med hva utvalget selv foreslår om overgangsregler. På dette viset vil beskatning etter aksjonærmodellen ved utdeling av utbytte over skjermingsavkastning unngås. Beskatning av eventuell aksjegevinst utover skjermingsavkastning vil imidlertid ikke unngås. Slik tilpasning til en fremtidig form for utbyttebeskatning (dobbeltskatning) er åpenbart allerede igang blant norske aksjonærer.

**Delkonklusjon: Det må påregnes at skattyterne i stort omfang foretar tilpasninger til modellen med tanke på å redusere fremtidig skattebelastning knyttet til frigjøring av likvide midler fra selskapene. Dette vil bidra til å redusere skatteprovenyet fra aksjonærmodellen, særlig i de første årene etter modellens innføring.**

#### *Investeringselskaper som sparekasser – likviditetstilførsel gjennom låneopptak og utbytte som ikke overstiger skjermingsrenten*

Etter innføring av aksjonærmodellen vil skattyterne ha incentiver til å eie aksjer gjennom et investeringsselskap ettersom den ekstra skattebelastningen som aksjonærmodellen medfører da kan utsettes til skattyteren mottar utbytte fra investeringsselskapet eller selger aksjer i investeringsselskapet. Et slikt investeringsselskap vil ikke være gjenstand for beskatning etter aksjonærmodellen, men kun beskatning etter de nåværende regler for beskatning av aksjeinnehav, dvs med godtgjørelse for utbytteskatt og RISK-regulering av inngangsverdien.

I prinsippet vil skattebelastningen kunne fremskyves ved å akkumulere overskudd i investeringsselskapet istedenfor å foreta utdelinger utover skjermingsnivået til eierne. I selskaper hvor det er en enkelt aksjonær eller en gruppe aksjonærer som opptrer med en felles

forståelse, vil disse selv fullt ut kunne bestemme når beskatning i henhold til aksjonærmodellen finner sted ettersom utdeling av utbytte og realisasjon av aksjer er de utløsende faktorer for beskatning. Eierne kan få tilført eventuell nødvendig ekstra likviditet gjennom å ta opp lån med sikkerhet i aksjene i investeringsselskapet. Det vil da bygges opp en skattekreditt i selskapet og det er naturlig å anta at skattyterne vil spekulere i at fremtidige endringer i skattesystemet vil redusere eller eliminere denne latente skatteforpliktelse. Oppbyggingen av skattekreditter kan i praksis gjøres frem til skattyters død eller ved utflytting fra Norge. Skattyters død anses ikke som en realisasjon av aksjene og vil således ikke utløse beskatning av den latente gevinsten. Arvingenes inngangsverdi vil for børsnoterte aksjer settes lik børskursen, mens for unoterte aksjer skal inngangsverdien settes lik 30% av selskapets skattemessige nettoverdier. Heller ikke en utflytting anses skattemessig som en realisasjon av aksjene.

Incentivene for å unngå utbytteskatten vil være store og virkemidlene mange. Man må derfor legge til grunn at det eksempelvis etableres et marked for lån hvor hensikten er å frigjøre kapital til personlig forbruk for aksjonærene uten at disse må selge aksjer eller motta utbytte fra selskapene. Slike lån trenger ikke å være lån fra selskapet selv og de trenger heller ikke å opptas i Norge. Normalt vil kreditor sette begrensninger på belåning av aksjer, men det vil kunne bygges opp vesentlige likvide midler i disse sparekassene slik at kredittrisikoen i mange tilfeller vil være lav. Aksjonæren vil da kunne oppnå en høy belåningsgrad i forhold til aksjenes antatte verdi. I selskaper som er mindre likvide og solide er det naturlig å anta at aksjonærene oppnår en lavere belåningsgrad, men dette vil likevel i mange tilfeller være tilstrekkelig til å frigjøre nødvendig kapital til personlig forbruk. Implikasjonene av dette er at personlige skattytere i stor grad kan unngå beskatning etter aksjonærmodellen i de tilfeller hvor disse har kontroll i det aktuelle selskapet. Dette vil særlig gjelde hvor selskapet er eiet av en eller et fåtall personer som opptrer som en enhet. Videre vil det for aksjonærer som har bygget opp eller forventer å bygge opp store skattekreditter være incentiver til å emigrere skattemessig til stater hvor beskatningen er lempeligere. Dette kommer vi tilbake til i et senere avsnitt.

Det synes plausibelt å anta at aksjonærmodellen over tid kommer til å gi lite skatteproveny fra dem den var ment å ramme, nemlig de som har unnsloppet delingsmodellen og lykkes med å omklassifisere arbeidsinntekt til kapitalinntekt.

Det er ikke opplagt at anvendelse av investeringsselskaper som sparekasser i seg selv er negativt, men det vil redusere skatteprovenyet for det offentlige. Kapitalmobiliteten vil antageligvis ikke reduseres som følge av innlåsningseffekter i de tilfeller hvor selskapet bare har en aksjonær eller en gruppe aksjonærer som opptrer som en enhet eller som kan fisjonere investeringsselskapet. Investeringsselskapet kan da gjøre de samme investeringer som den personlige aksjonær ellers ville gjort direkte. Det vil imidlertid kunne oppstå innlåsningseffekter av kapital i selskaper med flere aksjonærer som er gjenstand for beskatning etter aksjonærmodellen, dvs norske fysiske personer. Dette skyldes at fleksibiliteten med tanke på å beslutte og gjennomføre for eksempel fisjoner eller muligheten for oppnå konsensus rundt ulike investeringer er mindre ved en slik eiersituasjon enn hva som er tilfelle i en situasjon hvor eierskap og kontroll er konsentrert. Dersom hver av eierne i selskaper med bred aksjonærstruktur skal investere overskuddslikviditet i selskapet i henhold til sine egne individuelle preferanser er dette avhengig av utdeling av slike midler til aksjonærene. Slik utdeling vil utløse beskatning etter aksjonærmodellen dersom utbyttet overstiger skjermingsavkastningen. Dette vil være uheldig for kapitalmobiliteten og kan vanskelig unngås i et system med dobbeltbeskatning av utbytter. Aksjonærer som ønsker å frigjøre kapital for å foreta andre investeringer uten å utløse beskatning etter

aksjonærmodellen må da foreta låneopptak som skissert ovenfor. I de tilfeller hvor aksjonærene i det aktuelle selskap ikke er gjenstand for beskatning etter aksjonærmodellen, vil den beskrevne innlåsnings effekt ikke gjøre seg gjeldende. Kapitalmobiliteten *innenfor* selskapssektoren vil i slike tilfeller ikke reduseres som følge av innføring av aksjonærmodellen selv om de ultimate bakenforliggende eiere er fysiske personer som forventer at det på et senere tidspunkt vil være mulig å få ut meravkastningen fra selskapssystemet skattefritt. Over tid må en påregne at de fleste investorer organiserer sine eierskap gjennom egne investeringsselskaper. Dette vil motvirke de ovennevnte negative innlåsnings effektene på lang sikt.

En annen teknikk for å kunne muliggjøre privat forbruk uten å utløse beskatning etter aksjonærmodellen er å investere i selskaper i stater som ikke fordelsbeskatter, eller kun i beskjeden grad fordelsbeskatter, uttak i form av privat benyttelse av kapitalgoder som for eksempel bolig, bil, båt etc. Selskapet i utlandet vil da kunne investere i slike goder som helt eller hovedsakelig benyttes av aksjonæren privat. For eksempel kan dette være kjøp av villa i Spania med tilhørende lystbåt og bil, leilighet i London, hytte i Aspen etc. Dette vil trolig ikke rammes av Nokus-reglene, men Norge vil i visse tilfeller kunne ha hjemmel for å utbyttebeskatte den norske aksjonæren for fordelene. Incentivene til denne typen ”skjult privat forbruk” vil øke kraftig med aksjonærmodellen og skattemyndighetenes reelle mulighet til å oppdage slike forhold må anses som begrenset.

I Sverige er nå rendyrkede holdingselskaper gitt gunstige beskatningsregler. Andre land har lignende regler. Dette vil kunne stimulere norske personlige skattytere til å plassere sparekassen i slike utenlandske holdingselskaper for å øke det mulige omfanget på skattekreditten. Dette vil bidra til å redusere det norske skatteprovenyet.

**Delkonklusjon: Ved en eventuell innføring av aksjonærmodellen vil skattyterne i stor grad kunne etablere evige skattekreditter ved å anvende investeringsselskaper som sparekasser som akkumulerer overskudd uten å foreta utdelinger til aksjonærene utover skjermingsfradraget. Eierne kan få tilført ytterligere likviditet til personlig forbruk gjennom lån mot sikkerhet i aksjene. Det vil være sterke incentiver for å skape likviditet uten å foreta utbyttebetalinger. Det vil også være sterke incentiver til å flykte fra latent skatteansvar ved emigrasjon eller død/generasjonsskifter. Dette vil trolig bidra til å minimalisere skatteprovenyet fra aksjonærmodellen. Videre vil redusert kapitalmobilitet kunne bli en konsekvens av aksjonærmodellen som følge av innlåsnings effekter. Dette vil trolig særlig være tilfelle for aksjonærer i selskaper som ikke har en svært konsentrert aksjonærmasse.**

#### *Nordmenns kjøp av skjermingsfradrag fra utlendinger*

Aksjonærmodellen foreslått av Skatteutvalget vil kun komme til anvendelse på skattytere som er helt- eller delvis skattepliktig til Norge. Utenlandske aksjonærer i norske aksjeselskaper vil kun bli gjenstand for kildebeskatning på utbytte etter en generell sats på 25% eller eventuelt etter en lavere skatterate som måtte følge av skatteavtale mellom Norge og den fremmede stat aksjonæren er hjemmehørende i. Dette innebærer at aksjonærmodellens bestemmelser om ekstra beskatning av avkastning utover skjermingsfradraget ikke er relevant for utenlandske eiere. Det samme gjelder for norske aksjonærer som ikke er fysiske personer, men disse vil kunne ha interesse av å eie aksjer på det tidspunkt RISK-tillegg tilordnes. Dette tilordnes den som eier aksjen 1. januar i selskapets ligningsår. Skjermingsfradraget vil etter utvalgets forslag ikke tilordnes som en lineær funksjon av aksjonærens eiertid i aksjen, men tilordnes den som eier aksjen 31.12. i inntektsåret. Den som eier aksjen ved utgangen av denne dagen

tilordnes aksjens skjermingsfradrag for hele året. Skatteutvalget begrunner dette delvis med at dette vil være en administrativt enkel regel. Skatteutvalget peker også på de mulige implikasjoner disse bestemmelsene vil ha for handelen i aksjemarkedet:

*”Ved realisasjon av aksjer mellom norske aksjonærer, må det antas at fordelene med å oppnå skjermingsfradraget vil gjenspeiles i aksjens pris. Den skattebesparelsen kjøper av aksjene oppnår ved å tilordnes skjermingsfradraget for hele året, vil i slike tilfelle oppveies av økt pris på aksjene, og dermed økt gevinst/reduert tap for selger av aksjene... Ved omsetning av aksjer fra en utenlandsk til en norsk aksjonær, vil derfor skjermingsfradraget knyttet til aksjen ikke ha noen verdi for den utenlandske aksjonæren. Den utenlandske aksjonæren kan ”dermed” låne ut sine aksjer til den norske aksjonæren over årsskiftet, slik at den norske aksjonæren tilordnes årets skjermingsfradrag for aksjene.” (NOU 2003:9 s.223)*

Dette skaper muligheter for å kjøpe skjermingsfradrag for hele året kun ved å binde kapital i en kort periode. Ved å anvende lånefinansiering vil transaksjonene kunne anta et stort omfang og skjermingsfradraget bli stort sett i forhold til investorens egenkapitaleksponering. Dersom denne perioden blir for kort er det en vesentlig risiko for å bli rammet av ulovfestet gjennomskjæring. Dette er en klassisk problemstilling i skatteretten og oppstår også for eksempel i forbindelse med salg av aksjer med skattemessig tap rett før årsskiftet for så å kjøpe disse aksjene tilbake på nyåret. Det er likevel grunn til å tro at det vil bli et vesentlig omfang på skattemotiverte eller skjermingsfradrag drevne transaksjoner rett før og etter årsskiftet.

Tidsmessig må aksjene kjøpes året før det inntektsåret hvor behovet for ytterligere skjermingsfradrag oppstår ettersom aksjene må være realisert før ubenyttet skjermingsfradrag kan komme til fradrag i annen aksjeinntekt. Det er derfor ikke mulig for skattyter å kjøpe skjermingsfradrag samme inntektsåret som det utbytte eller den aksjegevinst som ønskes skjermet mottas eller realiseres. I mange tilfeller vil dette ikke være noe praktisk problem for skattyter ettersom denne selv råder over når slik super-profit vil inngå i alminnelig inntekt.

Lignende skattemotiverte transaksjoner rundt årsskiftet eksisterer også i et stort omfang i dag. Det som handles nå er ikke skjermingsfradrag, men positiv RISK-regulering. Norske skatteyttere som drar nytte av positiv RISK-regulering vil være kjøpere, mens utenlandske aksjonærer som ikke drar nytte av slik regulering vil være selgere. Slik handel vil særlig gjøre seg gjeldende i aksjer i selskaper med høy RISK-regulering. Grunnet RISK-reguleringen vil det for aksjonæren som kjøper aksjen rett før årsskiftet for så å selge den på nyåret oppstå et skattemessig tap lik RISK-reguleringen forutsatt at kostpris og salgspris er identisk. En viktig forskjell mellom handel i skjermingsfradrag og RISK-tillegg er at den tilgjengelige positive RISK-regulering er en gitt størrelse, mens det tilgjengelige skjermingsfradrag i prinsippet er avhengig av skjermingsrenten og verdien av selskapene notert på Oslo Børs.

Det er grunn til å tro at kjøp av skjermingsfradrag rundt årsskiftet vil bli langt mer omfattende enn dagens handel rundt årsskifte i selskaper med positiv RISK-regulering. Dette skyldes flere årsaker. Det vil være flere personer som har et direkte personlig behov for skjermingsfradrag, mens investeringer i ”RISK-aksjer” i større grad må stå på egne ben. Tilbudet av selskaper man kan handle i vil være langt større enn det begrensede tilbudet av gode ”RISK-aksjer”. Risikoen forbundet med å kjøpe skjermingsfradrag vil være mindre fordi man kan velge å handle i børsens mest likvide aksjer hvor det er lettere å gå inn og ut uten å ta stor risiko for kurstap. Et annet moment som ytterligere bidrar til å redusere denne risikoen ved å kjøpe skjermingsfradrag fremfor RISK-fradrag, er at størrelsen på skjermingsfradraget

er kjent i motsetning til RISK-tillegget som er gjenstand for usikkerhet på det tidspunkt investoren kjøper aksjene.

Et økt omfang av årsskiftehandler i børsnoterte aksjer representerer en vridningseffekt ved aksjonærmodellen.

De aksjonærene som selger aksjer i slike årsskiftetransaksjoner vil kreve en premie for å gjøre en slik transaksjon ettersom disse isolert sett ikke har noe å tjene på å gjennomføre transaksjonen. Tvert i mot, de utenlandske aksjonærene blir rammet av transaksjonskostnader og kan ha latente skattemessige gevinster på de aktuelle aksjene. Det samme gjelder norske aksjonærer som ikke er fysiske personer. Dette tilsier et kursløft før årsskiftet og et visst kursmessig tilbakefall etter årsskiftet alt annet likt. På den annen side vil dette kursløftet antageligvis være forholdsvis uniformt fordelt mellom de mest likvide aksjene etter skjermingsfradragets størrelse ikke er avhengig av unike karakteristika ved det enkelte selskapet på samme måte som tilfellet er ved RISK-regulering.

Det må antas at slik handel vil bli mest omfattende i de store selskapene med likvide og lite kursvolatile aksjer og med stort innslag av utenlandsk eierskap. Typiske eksempler vil være Statoil, Norsk Hydro, Telenor etc. Mindre selskaper med volatile og lite likvide aksjer vil ikke være attraktive fra investorenes ståsted ettersom usikkerheten med hensyn på pris og timing for utligningshandelen over årsskiftet blir stor.

Det er vanskelig å anslå hvor stor premie de selgende aksjonærene skal ha for å finne det hensiktsmessig å gjøre slike transaksjoner. Denne premien vil antageligvis være lavere i et fallende marked enn i et stigende marked ettersom transaksjonene da vil utløse realisasjon av latente tap med påfølgende skattefradrag i motsetning til realisasjon av skattemessige gevinster med påfølgende gevinstbeskatning i et stigende marked. De norske kjøpernes fordel med å gjøre slike transaksjoner vil på den annen side være størst i et stigende marked hvor skatteposisjonen domineres av latente skattemessige gevinster. Uansett vil det måtte påregnes at det vil bli gjennomført en rekke slike transaksjoner hvor formålet er å spare skatt for norske investorer som er gjenstand for beskatning etter aksjonærmodellen. Det er visse informasjonsasymmetrier i slik handel ved at kjøper og selger ikke kjenner hverandres skattemessige gevinst/kostnad ved å gjennomføre transaksjonen. Selger kjenner ikke til når kjøper kan få skattemessig nytte av skjermingsfradraget og kjøper kjenner ikke til selgers skatteposisjon i forhold til realisasjonsbeskatning ved salg av aksjene. Implikasjonene for skatteprovenyet er vanskelige å anslå, men disse må antas å bli vesentlige.

Dersom tilordningen av skjermingsfradrag hadde vært lineær basert på andel eiertid gjennom inntektsåret, ville denne problemstillingen ikke oppstått. Det må imidlertid antas at dette ville øke de administrative ressurser knyttet til beregning og lagring av informasjon knyttet til skjermingsgrunnlaget.

**Delkonklusjon:** En påregnelig konsekvens av innføring av aksjonærmodellen er at det vil vokse frem et marked for kjøp og salg av skjermingsfradrag. Norske personlige aksjonærer med store mottatte utbytteutdelinger og realiserede eller latente salgsgvinster vil ønske å kjøpe skjermingsfradrag for å redusere skattebelastningen. Dette kan lett gjøres ved å kjøpe aksjer som eies 31.12 for deretter å selges på nyåret. Ved å anvende lånefinansiering vil transaksjonene kunne anta et stort omfang og skjermingsfradraget bli stort sett i forhold til investorens egenkapitaleksponering. Skattemotiverte transaksjoner ved årsskiftet hvor enkelte investorer kjøper aksjer med høy RISK-regulering rett før årsskiftet for så å selge dem på nyåret, eksisterer også med

**dagens regelsett. Ved innføring av aksjonærmodellen må det antas at omfanget av slike transaksjoner vil øke vesentlig. Slike transaksjoner vil bidra til å redusere skatteprovenyet etter aksjonærmodellen vesentlig.**

#### *Skattemessig utflytting til utlandet*

Aksjonærmodellen medfører en høy skattebelastning på aksjeinvesteringer med avkastning utover skjermingsfradraget. Med en total marginalsattesats på 48,16% for selskap/aksjonær betraktet som en enhet og 28% skatt for investor på meravkastning utover skjermingsfradraget vil incentivene for investorer som har eller forventer å få store latente gevinster til å emigrere skattemessig bli store. Skatteutvalget påpeker faren for slike tilpasninger, men konkluderer med:

*”Utvalget antar at det ikke vil være nødvendig å innføre en slik utflyttingsskatt for at aksjonærmodellen skal fungere tilfredsstillende, gitt de begrensninger som utvalget foreslår. Dersom det ikke innføres slike begrensninger, vil det derimot trolig være behov for en slik utflyttingsskatt for å unngå uønskede tilpasninger i forhold til utlandet. En utflyttingsskatt vil imidlertid kunne medføre problemer i forhold til Norges forpliktelser etter EØS-avtalen, jf. avsnitt 10.5.2” (NOU 2003:9 s.216)*

De utløsende faktorer for beskatning i henhold til aksjonærmodellen er utdeling av utbytte og realisasjon av aksjer med avkastning utover skjermingsfradraget. Dersom investor har kontroll (majoritetseiere eller investorer med felles interesser) over utbyttebeslutningen i selskapet vil denne selv råde over når beskatning i henhold til aksjonærmodellen utløses. Denne vil da ha incentiver til å akkumulere kapital i selskapet og utsette eventuell realisasjon av aksjene eller utdeling av utbytte til investoren ikke lenger er skattepliktig til Norge.

Dersom investoren emigrerer skattemessig, vil utbytte fra det norske selskapet kun være gjenstand for kildeskatt i Norge og denne er i enkelte skatteavtaler redusert til null. Investoren unngår således skatteplikt på avkastning utover skjermingsfradraget allerede fra det tidspunkt investoren ikke lenger er skattemessig hjemmehørende i Norge. Det må anses påregnelig at flere investorer med store latente gevinster vil emigrere for å unngå skatt på meravkastning i henhold til aksjonærmodellen. Dette vil kunne ha negative effekter ikke bare for skatteprovenyet i Norge, men også for fremtidig verdiskapning i Norge ettersom disse investorene typisk vil kunne være ressurspersoner både kapital- og kompetansemessig.

Man må derfor påregne at man kan få en form for ”adverse selection” hvor ”taperne” har incentiver til å forbli i Norge, blant annet for å kunne få utnyttet fremførbare skjermingsfradrag, og ”vinnerne” har incentiver til å forlate landet med store skattekreditter, kapital og presumptivt høyere kompetanse enn ”taperne”. En slik ”adverse selection” vil virke negativt på skatteprovenyet etter aksjonærmodellen da gevinstene i disse tilfellene ikke kommer til beskatning i Norge, mens de nye fradragsmulighetene etter aksjonærmodellen vil bli utnyttet. Dessuten vil en slik ”adverse selection” være negativt i forhold til nyskapning og satsning på økonomiske virksomheter i Norge. Taperne som sitter med ubenyttede skjermingsfradrag vil typisk søke å få utnyttet dette så snart som mulig. Ettersom det ubenyttede skjermingsfradraget kun kan benyttes mot fremtidig aksjeinntekt vil dette vil kunne lede disse investorene i retning av høy-risikoprojekter med en stor potensiell oppside i form av muligheter for super-profitt. Utformingen av skattereglene vil da kunne føre til endringer i skattyternes atferd og således representere en i beste fall utilsiktet vridning og i verste fall en uønsket vridning.



Det er vår vurdering at graden av mobilitet vil kunne være høy for den typen kompetente og økonomisk velstående personer det her er snakk om. Risikoen for flukt av kapital og ressurspersoner fra Norge bør derfor vurderes som reell. Internasjonalt ser en tvert i mot mange eksempler på at land i stedet innretter sine skattesystemer med sikte på å tiltrekke seg ressurspersoner, kapital og selskaper.

**Delkonklusjon: Innføring av aksjonærmodellen vil gi sterke incentiver til skattemessig utflytting for personlige aksjonærer som har eller påregner å få store latente aksjegevinst. Konsekvensene av dette vil ikke bare være redusert skatteproveny knyttet til at skattecreditten "emigrerer", men også redusert verdiskapning i Norge ved at ressurspersoner kapital- og kompetansemessig flytter ut av Norge. Disse vil muligens også ta med seg selskapene utenlands og ytterligere bidra til utarming av norsk næringsliv. Også i dag ser en klare tendenser til at ressurssterke personer flytter til utlandet av skattemessige årsaker, men denne tendensen må antas å bli enda sterkere ved en innføring av aksjonærmodellen. Eventuell lempeligere formuesbeskatning vil kunne være et moment som drar i motsatt retning i denne sammenheng.**

#### *Tynn kapitalisering*

Innføring av aksjonærmodellen med ekstra beskatning av utbytte utover en skjermingsavkastning vil kunne lede til at skattyterne i større grad velger å yte kapital til selskapet i form av lån istedenfor egenkapital. Dette skyldes at avkastning i form av renter på lån vil være skattepliktig på investors hånd og fradragsberettiget for selskapet slik at all dobbeltbeskatning unngås. Særlig vil dette kunne være tilfelle for selskaper som eies av en eller noen få investorer, men kan også tenkes for børsnoterte selskaper og da først og fremst i form av låneinstrumenter hvor eksisterende aksjonærer gis fortrinnsrett til erverv. Skatteutvalget innser faren for slike tilpasninger og uttaler blant annet:

*"For å unngå vridninger fra egenkapitalfinansiering til lånefinansiering av aksjeselskaper, vil utvalget foreslå tiltak som kan motvirke slike tilpasninger. Det kan også hevdes at investeringer i aksjeselskaper bør behandles likt, uavhengig av om de skjer i form av innskutt aksjekapital eller lån." (NOU 2003:9 s. 220)*

Videre er utvalget av den oppfatning at faren for slike tilpasninger er mindre i børsnoterte selskaper:

*"I børsnoterte selskaper er det imidlertid liten grunn til å tro at en utbytteskatt med skjerming vil skape sterke incentiver til å yte lån til selskapet i stedet for å skyte inn egenkapital. Utvalget antar derfor at faren for denne type omgørelser vil være relativt liten i slike selskaper. På denne bakgrunn bør det foretas en nærmere vurdering av om børsnoterte låneinstrumenter bør unntas fra en eventuell ekstra skatt på renteinntekter over et visst nivå." (NOU 2003:9 s. 221)*

Vi er ikke like sikker som utvalget i oppfatningen av at det ikke vil være sterke incentiver for aksjonærene i børsnoterte selskaper å yte lån til selskapet i stedet for å skyte inn egenkapital i en situasjon hvor kun aksjer er gjenstand for særskilt beskatning etter aksjonærmodellen. Tvert i mot tror vi at ulike låneinstrumenter som utstedes med fortrinnsrett for eksisterende aksjonærer vil fremstå som attraktive sammenlignet med ordinær egenkapital. Ved å basere deler av kapitalstrukturen på slike instrumenter vil deler av avkastningen som tilfaller aksjonærene bli unntatt særbeskatning etter aksjonærmodellen ettersom den ytes i form av renter og avdrag på lån. Dette kan være ordinære låneinstrumenter eller instrumenter med hybridkarakter, for eksempel konvertible obligasjoner eller ansvarlige lån. Kapitalopptaket

kan skje i forbindelse med en nedsettelse av aksjekapitalen påfulgt av utstedelse av låneinstrumentene, dvs en regelrett konvertering av egenkapital til fremmedkapital, eller utstedelse av låneinstrumenter istedenfor aksjeemisjon i situasjoner hvor selskapets kapitalbehov har økt. Det er således stor fleksibilitet med hensyn til utformingen av slike instrumenter, ved at de kan anta form av helt ordinære lån eller lån som har mer hybridkarakter ved at lånene også har innslag av egenskaper som tradisjonelt finnes i egenkapitalinstrumenter. Sistnevnte kan være i form av for eksempel resultatavhengig forpliktelse for selskapet til å betale avtalt rente, prioritet etter all annen fremmedkapital etc. Hovedpoenget med å utstede slike instrumenter er å kanalisere deler av inntjeningen i selskapet videre til aksjonærene i form av renter på lån, i stedet for utbytte på aksjer eller kursgevinst, for å redusere skattebelastningen etter aksjonærmodellen. Dette fordrer at låneinstrumentene utstedes med fortrinnsrett for eksisterende aksjonærer. Vi kan ikke se at det foreligger selskapsrettslige hindringer for å gjøre dette.

Tanken om å unnta børsnoteerte låneinstrumenter fra beskatning etter aksjonærmodellen leder utvalget til å vurdere om aksjonærmodellen i det hele tatt bør innføres for eierskap i børsnoteerte selskaper:

*”Dersom børsnoteerte finansieringsinstrumenter unntas fra slik ekstra skatt bør det vurderes om aksjer i børsnoteerte selskaper bør unntas fra aksjonærmodellen, da slike finansieringsinstrumenter kan ha store likhetstrekk med egenkapital i børsnoteerte selskaper. Utvalget antar at det ikke vil være et stort problem med omdannelse av arbeidsinntekter til kapitalinntekter i slike selskaper.”* (NOU 2003:9 s. 221)

Et slikt unntak fra aksjonærmodellen vil trolig i stor grad uthule aksjonærmodellen og skape incentiver til å børsnoteere selskaper basert på rene skattemessige motiver. Dette vil i så fall skape nye vridningseffekter som følge av skattereglene.

Børsertering på Oslo Børs krever at selskapene har en viss egnethet og allmenn interesse, men det må likevel antas at en rekke selskaper som ellers ikke ville gått på børs vil søkes børsertert. Disse vil trolig preges av en uhensiktsmessig eierstruktur og svak likviditet i de utstedte aksjene. En annen problemstilling som vil dukke opp i denne sammenheng er hvilke skattemessige konsekvenser en børsertering skal gi ved at det skatteregime aksjonærene er underlagt endrer seg – fra aksjonærmodellen til en modell hvor meravkastning utover skjermingsrenten ikke blir gjenstand for ekstra beskatning. Dette vil kunne være et tveegget sverd. Dersom en børsertering ikke anses for å være en skattemessig realisasjon av aksjene, vil en slik notering fungere som et skatteamnesti for aksjonærer med latente gevinster. På den annen side vil særbestemmelser om realisasjonsbeskatning av aksjonærene ved en eventuell børsertering kunne føre til innlåsnings effekter og lav grad av kapitalmobilitet ved at aksjonærer i unoterte selskaper ikke ønsker å børsertere selskapet med de skattemessige konsekvenser dette vil ha. Dette vil kunne svekke selskapenes kapitaltilførsel og potensiale for fremtidig verdiskapning.

Dersom renter på lån fra personlige skattytere til aksjeselskaper blir gjenstand for ekstra skatt i likhet med utbytte på den delen av renten som overstiger en skjermingsavkastning, foreslår utvalget at det skal fastsettes en egen skjermingsrente for slike renter. Denne skal således ikke være lik skjermingsrenten for utbytte, men foreslås fastsatt som:

*”...skjermingsrenten før skatt med et tillegg i størrelsesorden 2-4 prosentpoeng...”* (NOU 2003:9 s. 221)

Dette innebærer at også deler av renteinntekt vil kunne bli gjenstand for dobbeltbeskatning gjennom at deler av inntekten blir gjenstand for 28% tilleggsskatt. Utvalget foreslår et tillegg på 2%-4% ved beregning av skjermingsrente på renteinntekt sammenlignet med skjermingsrenten for utbytte. Grunnlaget for hvorfor risikotillegget settes til 2-4% fremgår ikke i utredningen avgitt av utvalget. Dette er kompliserte sammenhenger og nøytralitetsvirkningene mellom egenkapital og fremmedkapital som finansieringsform bør analyseres nærmere med tanke på en modell hvor også renteinntekter kan bli gjenstand for ekstra skatt i tillegg til ordinær beskatning av alminnelig inntekt. Det synes problematisk med én felles sjablonrente for lån til alle typer virksomheter og med vidt forskjellige risikonivå.

Dersom slik ekstra beskatning skal innføres ikke bare for personlige skattytere som er aksjonær i selskapet, men for alle personlige skattytere, vil dette kunne skape problemer for selskapenes tilgang på fremmedkapital ettersom disse skattytere vil kunne bli beskattet vesentlig hardere enn hva som er tilfelle i dag. På den annen side vil en begrensning av skatteplikten til kun å gjelde personlige skattytere som er aksjonær i selskapet som har tatt opp lånet kunne føre til en rekke arrangementer med kryssyting av lån, dvs at aksjonærene i to selskaper yter fremmedkapital til hverandres selskap til samme risikjusterte rente. De vil da motta samme renteinntekt som ved lån til eget selskap, men unngå ekstra beskatning.

**Delkonklusjon: Dersom aksjonærmodellen innføres uten særskilte regler for visse typer lånekapital slik at renter på slike lån behandles på tilsvarende vis som utbytte, vil det oppstå sterke incentiver til å endre selskapenes kapitalstruktur i retning av lavere egenkapitalandel ved at lånekapital favoriseres skattemessig. Tanken om å unnta lånytet til børsnoterte selskaper synes ikke velfundert. Det vil da bli attraktivt med utstedelse av ulike låneinstrumenter med fortrinnsrett for eksisterende aksjonærer i den hensikt å redusere skattebelastningen knyttet til investering i selskapet. Et unntak fra aksjonærmodellen for kapitalinnskudd i sin alminnelighet til børsnoterte selskaper vil trolig i stor grad uthule aksjonærmodellen og skape incentiver til å børsnotere selskaper basert på rene skattemessige motiver.**

#### *Tapping av selskaper gjennom transaksjoner med nærstående*

Særskilt beskatning av utbytte og aksjegevinster utover skjermingsavkastningen vil kunne gi sterke incentiver til å tappe selskapet for midler på annet vis en ordinær utdeling av utbytte. Dette vil gjelde alle transaksjoner mellom selskap og aksjonær(er) eller andre enheter som er nærstående til aksjonæren(e). Dersom prisingen i disse transaksjonene ikke er på armlengdes vilkår, men i disfavør av det aktuelle selskapet, vil det kunne oppstå muligheter til å redusere skattebelastning som ellers ville oppstått som følge av utbytteutdelinger eller realisasjon av aksjer. Det typiske eksempelet er transaksjoner direkte mellom selskap og aksjonær. Vi har tidligere pekt på muligheten av å kjøpe større eiendeler for privat bruk gjennom aksjeselskaper i land som ikke har effektiv fordelsbeskatning.

Det kan også tenkes tapping av et selskap til fordel for et annet selskap eid av samme krets av aksjonær som en forberedelse til reduksjon av meravkastning ved salg av aksjene i det førstnevnte selskap. På dette viset kan skattebelastningen utsettes. Slike transaksjoner vil antageligvis vekke mindre oppsikt hos ligningsmyndighetene og samtidig vil det være lettere å begrunne slike transaksjoner med forretningsmessige hensyn sammenlignet med hva som er tilfelle for transaksjoner som involverer personlige aksjonærer.

Det synes under enhver omstendighet å være rimelig å anta at omfanget av transaksjoner som beskrevet ovenfor vil øke fordi de økonomiske incentivene øker med aksjonærmodellens

innslag av dobbeltbeskatning. Dette stiller økte krav til ligningsmyndighetenes kontroll med hensyn på om transaksjonsvilkårene er på armlengdes vilkår.

**Delkonklusjon: Innføring av aksjonærmodellen vil ytterligere styrke incentivene til å tappe selskaper for midler på annet vis en utdeling av utbytte. Dette vil stille økte krav til myndighetenes kontroll med hensyn på om vilkårene er markedsmessige ved transaksjoner mellom selskap og nærstående. Slike transaksjoner vil bidra til at skatteprovenyet etter aksjonærmodellen reduseres.**

### *3.1.2 Mulige konsekvenser for selskapenes investeringsomfang og valg av investeringsobjekter*

Aksjonærmodellen vil kunne ha implikasjoner for norske selskapers investeringsomfang og valg av investeringsobjekter. Med investeringsomfang tenkes det på de totale investeringer målt i kroner selskapene gjør i en viss tidsperiode og med investeringsobjekter tenkes det på hvilke konkrete investeringsprosjekter de investerte midler allokteres til. Det er naturlig å anta at selskapenes investeringsomfang er avhengig av avkastningskrav, tilgjengelig portefølje av investeringsmuligheter og forventet avkastning på disse. Skatteutvalget uttaler følgende om aksjonærmodellens implikasjoner for selskapenes investeringsbeslutninger:

*”Utvalgets forslag er dermed også i samsvar med et prinsipp om investeringsnøytralitet. En utbytteskatt virker nøytralt overfor selskapenes investeringsbeslutninger dersom utbytteskatten ikke påvirker avkastningskravet før skatt.” (NOU 2003:9 s. 211)*

Videre uttales det:

*”Som nevnt under punkt 10.3.3 vil modellen virke nøytralt dersom skjermingsrenten settes lik risikofri rente, forutsatt at aksjonæren får fullt fradrag for ubenyttet skjermingsfradrag knyttet til aksjer som realiseres. Utvalgets forslag innebærer stor grad av slik nøytralitet, ved at eventuelt ubenyttet skjermingsfradrag kan framføres med rente og trekkes fra mot positiv fremtidig aksjeinntekt.” (NOU 2003:9 s. 215)*

Full symmetri rundt skjermingsrenten i beskatningen er avhengig av at skattyteren fullt ut får benyttet tilordnede skjermingsfradrag. Slik aksjonærmodellen er utformet i Skatteutvalgets forslag er dette ikke tilfelle:

*”Hvis en skattyter aldri framtiden klarer å oppnå en avkastning over skjermingsrenten på sine aksjeinvesteringer, vil han ikke kunne utnytte et tidligere opparbeidet ubenyttet skjermingsfradrag. Risikodelingen er således ikke fullt ut symmetrisk med beskatningen av positive aksjeinntekter. For å kompensere for dette, foreslår utvalget at skjermingsrenten skal svare til for eksempel renten på 5-årige statsobligasjoner. Slike fordringer er ikke helt kurssikre, og renten på 5-årige statsobligasjoner inneholder derfor en beskjeden risikopremie i forhold til renten på en helt risikofri fordring. Denne begrensede risikopremien kan ses på som en kompensasjon for at fradraget for ubenyttet skjermingsfradrag ikke er fullt ut symmetrisk med beskatningen av positive aksjeinntekter.” (NOU 2003:9 s. 216)*

Skatteutvalgets valg av skjermingsrente hensyntatt at beskatningen ikke er fullt ut symmetrisk bærer preg av å være vilkårlig og basert på manglende analysegrunnlag. Videre burde utvalget ha vurdert implikasjonene for ulike grupper av investorer. Implikasjonene av at ubenyttet skjermingsfradrag knyttet til realiserte aksjer bare kan fradras i fremtidige aksjeinntekter vil

være forskjellige for ulike investorer. Investorer med en bred portefølje av aksje vil i mye større grad kunne påregne fremtidig utnyttelse av slike ubenyttede skjermingsfradrag mot aksjeinntekter enn hva som er tilfelle for typiske gründere som legger store eller hele deler av sin formue i en enkelt aksjeinvestering. Skulle denne investeringen bli realisert med ubenyttet skjermingsfradrag vil det kunne være en vesentlig risiko for at det ubenyttede skjermingsfradraget ikke i sin helhet vil kunne bli konsumert av fremtidige aksjeinntekter.

I vedlegg 1 til Skatteutvalgets utredning, "Neutral udbyttebeskatning" av Peter Birch Sørensen, er det nærmere redegjort for aksjonærmodellens nøytralitetsvirkninger. Det uttales her blant følgende med hensyn på avkastningskravet:

*"Hovedformålet med at tillade et afkastfradrag i aktieindtægten er at sikre, at kombinationen af selskabsskat og personlig skat på aktieindtægt ikke driver kravet til afkastet af selskabsinvesteringer op over afkastkravet til realinvesteringer udenfor selskabssektoren."* (NOU 2003:9 s. 304)

Birch Sørensen uttaler videre:

*"For store børsnoterede selskaber, hvor aktiverne omsættes internationalt, kan det imidlertid meget vel tænkes, at den marginale aktieinvestor er bosiddende udenfor Norge. I så fald vil norske børsnoterede selskabers egenkapitalomkostning være bestemt af afkastkravet på det internationale aktiemarked, der selvsagt ikke påvirkes af de norske personskatteregler."* (NOU 2003:9 s. 304)

og

*"Sammenlignet med en udbytteskat uden skjerming vil en udbytteskat med skjerming derfor tilskynde norske skateydere til at placere en større del af deres formue i aktier."* (NOU 2003:9 s. 304)

Birch Sørensens postulat er således at avkastningskravet til de store børsnoterte norske selskapene ikke vil endre seg som følge av en innføring av aksjonærmodellen ettersom avkastningskravet til disse fastsettes i det internasjonale markedet. Sammenligningen av en utbytteskatt med og uten skjerming og virkningen på investorenes allokering av formue til aksjeinvesteringer synes irrelevant all den tid utbytteskatten i dag ikke er en utbytteskatt uten skjerming, men en situasjon hvor utbytte i praksis er skattefritt for mottakeren.

Det faktum at aksjonærmodellen ikke innebærer en fullt symmetrisk beskatning rundt skjermingsrenten grunnet at ubenyttet skjermingsfradrag kun kan benyttes mot fremtidige aksjeinntekter skaper usikkerhet. Vil en skjermingsrente med en liten implisitt risikopremie, norske statsobligasjoner, være tilstrekkelig til å kompensere for denne asymmetrien? Eller vil avkastningskravet til norske aksjonærer ved investering i børsnoterte aksjer øke som følge av innføring av aksjonærmodellen?

Hva gjelder avkastningskravet i unoterte selskaper, hvis pris ikke fastsettes av den marginale internasjonale investor, uttaler Birch Sørensen følgende:

*"Generelt vil aktieindkomstskatten altså ikke være fuldt neutral i den forstand, at den er uten virkning på afkastkravet til ikke-noterede aktier."* (NOU 2003:9 s. 321)

Dette gjelder i en situasjon med full symmetrisk beskatning. I en situasjon med manglende tapsfradrag og dermed asymmetri, synes usikkerheten med virkning på avkastningskravet å være enda større:

*”Generelt gjelder, at mer vidtgående begrensninger på adgangen til tapsfradrag øger sandsynligheden for, at en aktieindkomstskat med fradrag for normalafkastet vil hæve afkastkravet til unoterede aktier.” (NOU 2003:9 s. 322)*

Konklusjonen synes således å være at avkastningskravet til norske børsnoterte selskaper som er gjenstand for prissetting i det internasjonale markedet ikke vil øke, men at avkastningskravet til selskaper som ikke er gjenstand for slik prissetting kan øke. Det synes plausibelt da å anta at avkastningskravet til norske investorer med hensyn på investering i norske børsnoterte selskaper vil kunne øke uten at dette påvirker avkastningskravet til selskapene som sådan. Konsekvensene av dette vil kunne være redusert tilgang på risikokapital til de unoterte selskapene og redusert tilgang til norsk risikokapital til de børsnoterte selskapene. Særlig vil dette kunne gjelde i en situasjon hvor beskatningen av norsk eierskap i utenlandske selskaper lempes som følge av skjermingsfradrag etter aksjonærmodellen. Summen av dette synes å være en fare for redusert norsk eierskap i norsk næringsliv samt manglende kapitaltilførsel til typiske gründerbedrifter.

**Delkonklusjon: Innføring av aksjonærmodellen vil trolig lede til at avkastningskravet før skatt til norske investorer ved investering i norske selskaper øker, men uten at avkastningskravet til de børsnoterte selskaper nødvendigvis vil øke. Dette vil på marginen med stor sannsynlighet medføre redusert norsk eierskap i de børsnoterte selskapene. Konsekvensen vil være økt utenlandsk innflytelse i norsk næringsliv. Avkastningskravet for unoterte selskaper før skatt vil trolig øke og resultere i lavere investeringsnivå og aktivitet i Norge. Dette vil særlig kunne virke negativt på typiske gründerbedrifter.**

### *3.1.3 Mulige konsekvenser for selskapenes kapitalstruktur*

Dersom aksjonærmodellen innføres uten en tilsvarende modell for lån, vil selskapene trolig få et større innslag av kapital i sin kapitalstruktur som formelt sett fremstår som fremmedkapital. Det vises her til drøftingen i avsnittet om tynn kapitalisering. Vi kan ikke se andre vesentlige negative konsekvenser ved dette utover at det reduserer det offentliges skatteproveny etter aksjonærmodellen. Årsaken til dette er at slik kapital trolig vil ha prioritet etter all annen genuin fremmedkapital og selskapet og dermed reelt sett utgjøre en del av egenkapitalstammen i selskapet.

Uavhengig av om aksjonærmodellen utvides til også å inkludere lån ytet av personlige skattytere, vil det kunne være økte incentiver til å beholde egenkapital i selskapet ettersom utbytte over et visst nivå vil være gjenstand for ekstra beskatning. Dette vil som nevnt tidligere kunne føre til regelrette sparekasser med høy egenkapitalgrad. Særlig vil dette kunne gjelde selskaper med få aksjonærer. Børsnoterte selskaper vil trolig i mindre grad preges av dette.

**Delkonklusjon: Innføring av aksjonærmodellen uten en tilsvarende modell for lån vil med stor sannsynlighet lede til at selskapene får et større innslag av lånekapital i sin kapitalstruktur. Dette vil bidra til å redusere skatteprovenyet etter aksjonærmodellen.**

### 3.1.4 Mulige konsekvenser for eiersammensetningen i norske selskaper

Som beskrevet under punkt 3.1.1 vil aksjonærmodellen kunne medføre økt avkastningskrav for de selskapene hvis aksjer ikke er gjenstand for internasjonal prissetting. Det samme vil kunne bli resultatet for norske aksjonærers avkastningskrav ved investering i norske børsnoterte selskaper. Hva gjelder beskatning av norsk eierskap i utenlandske aksjeselskaper uttaler utvalget:

*”Under aksjonærmodellen vil aksjeinntekter fra utenlandske selskaper kun være skattepliktig i Norge i den grad inntektene overstiger investeringens beregnede alternativavkastning. Modellen innebærer således en lempeligere beskatning av aksjeinntekter fra utenlandske selskaper enn dagens skattesystem. Samtidig blir skatten på investeringer i norske selskaper høyere. Dette vil relativt sett gjøre det mer lønnsomt enn i dag å investere i utenlandske aksjer fremfor i norske aksjer.” (NOU 2003:9 s. 217)*

Summen av ovennevnte faktorer peker i retning av at det vil være naturlig å anta at aksjonærmodellen på marginen vil medføre redusert omfang på norske investeringer og eierskap i Norge og en dreining av slike investeringer og eierskap mot utlandet. Aksjonærmodellen vil således kunne ha en klientelleffekt ved at eierskapet særlig i børsnoterte norske selskaper vil kunne bli preget av økt andel utenlandsk eierskap som følge av innføring av aksjonærmodellen. Dette vil ikke nødvendigvis være ensidig negativt, blant annet vil porteføljene til norske investorer trolig bli mer veldiversifiserte, men antakelsen om redusert norsk eierskap i norsk næringsliv vil nok være politisk problematisk.

En annen effekt som kan gjøre seg gjeldende er at ”taper” selskaper med lav avkastning vil kunne tiltrekke seg norske investorer i stor grad ettersom disse aksjene vil kunne føre til ubenyttede skjermingsfradrag som kan benyttes mot øvrige aksjeinntekter. Slike selskaper vil typisk være innen kapitalintensiv industri som kraft, eiendom, skip, rigg etc samt bære preg av å være modne virksomheter med lave vekstforventninger. For norske skattytere vil det ubenyttede skjermingsfradraget ha en verdi mens dette ikke er tilfelle for utenlandske aksjonærer. Slike aksjer gir altså de norske investorene en tilleggsavkastning i form av ubenyttet skjermingsfradrag. De vil derfor kunne være villig til å betale en høyere pris for disse aksjene enn hva utlendingene er villige til å betale. Utnyttelse av det ubenyttede skjermingsfradraget forutsetter imidlertid at aksjene realiseres. Motsatt effekt vil kunne gjøres seg gjeldende i ”vinner” selskapene med høy avkastning. Dette vil typisk kunne være selskaper med mye immateriell kapital som kunnskapsbasert og merkevareintensive virksomheter etc med høye vekstforventninger. Her vil norske skattytere kunne ha et handikapp i forhold til utenlandske aksjonærer ettersom avkastning utover skjermingsrenten blir gjenstand for ekstra beskatning. Slike selskaper vil derfor kunne oppleve en undervekt av norske aksjonærer. Dette vil igjen kunne lede til at norsk eierskap kan bli redusert i de selskapene med høyest verdiskapning.

**Delkonklusjon: Det er naturlig å anta at aksjonærmodellen vil medføre redusert omfang på norske investeringer og eierskap i Norge og en dreining av slike investeringer og eierskap mot utlandet.**

### 3.1.5 Mulige konsekvenser for gründervirksomhet i sin alminnelighet

Innføring av aksjonærmodellen vil kunne ha flere implikasjoner for gründervirksomhet i Norge. Noen av disse implikasjonene har vi vært inne på allerede. Det må anses påregnelig at

investorer som har eller påregner å få store latente gevinster vil emigrere for å unngå skatt på meravkastning i henhold til aksjonærmodellen. Dette vil kunne ha negative effekter ikke bare for skatteprovenyet i Norge, men også for fremtidig verdiskapning i Norge ettersom disse investorene typisk vil være ressurspersoner både kapital- og kompetansemessig. Det synes heller ikke urealistisk å anta at gründerens utflytting medfører at hans selskap også blir flyttet til utlandet i de situasjoner hvor dette er praktisk mulig. Hvor gründeren og selskapet flytter ut rett før suksessen materialiserer seg vil de negative konsekvensene for skatteprovenyet kunne være særlig store ettersom verken aksjonæren eller selskapet blir gjenstand for beskatning i Norge. Fremtidig gründervirksomhet i Norge vil således kunne bli svekket som følge av aksjonærmodellen.

Asymmetrien i aksjonærmodellen som følge av at ubenyttet skjermingsfradrag kun kan anvendes mot fremtidige aksjeinntekter vil kunne oppleves som særlig problematisk for typiske gründere ettersom disse normalt ikke har en veldiversifisert portefølje, men investerer hele sin formue i ett enkelt prosjekt. Dersom dette ene prosjektet ikke blir en suksess, vil gründerens utsikter til å kunne utnytte ubenyttede skjermingsfradrag være små sammenlignet med en veldiversifisert investor. Gründeren vil da erfare asymmetrien og sitte igjen med et skjermingsfradrag hvis utnyttelse er avhengig av fremtidige aksjeinntekter.

Uavhengig av dette kan det stilles spørsmålsteget ved om den typiske gründeren har en beslutningsadferd som forutsatt i moderne finansielle teorier. Det faktum at gründeren typisk plasserer all sin kapital og øvrige ressurser i et enkelt prosjekt og dermed ikke oppnår noen diversifisering kan være et signal om at dette ikke er tilfelle. Den typiske gründeren vil trolig kun se oppsiden og fortjenestemulighetene i prosjektet og i mindre grad fallgrubene og mulighetene for å lide økonomisk tap. Dersom gründeren har en slik persepsjon av risikoene i prosjektet, vil risikodelingen iboende i aksjonærmodellen være av liten betydning. Tvert i mot vil gründeren kunne oppfatte aksjonærmodellen ensidig som en avkorting av oppsiden av prosjektet ved at avkastning utover skjermingsrenten blir gjenstand for ekstra beskatning. Dette vil kunne redusere incentivene knyttet til gründervirksomhet og dermed også kapitaltilgang og verdiskapning innen slik virksomhet.

Sett i et porteføljeperspektiv vil særlig investorer som er eksponert mot bransjer og industrier med høy avkastning bli rammet av dobbeltbeskatning. Dette vil for eksempel kunne gjelde venturefond. Slike fond har oppnådd en høy avkastning på investert kapital gjennom eksponering mot selskaper i industrier som er intellektuell kapital intensive. Den typiske gründervirksomhet vil gjerne være innen slike industrier. Dette er industrier hvor vinnerne oppnår en langt bedre lønnsomhet og vekst enn taperne, men hvor forventet avkastning er høy sett i et porteføljeperspektiv. Motstykket er selskaper innen homogene industrier hvor lønnsomhetsnivået er mer uniformt. Dette vil typisk være realkapitalintensive industrier som eiendom, shipping, rigg og kraft. Resultatet av en innføring av aksjonærmodellen vil trolig kunne bli at personer som ikke er skattepliktige til Norge vil bli dominerende på eiersiden i disse industriene, mens norske skatteyttere som blir gjenstand for dobbeltbeskatning vil være dominerende på eiersiden i selskapene som er i bransjer med lav avkastning.

**Delkonklusjon: Mange gründere vil trolig ikke ha en beslutningsadferd som forutsatt i moderne finansiell teori fordi han denne legger "alle eggene i en kurv" og kun ser oppsiden i de prosjekter han engasjerer seg i. Den iboende risikodelingen i aksjonærmodellen vil i så fall ikke ha vesentlig betydning for slike investorer, men kun oppleves som at skattemyndighetene stikker av med en større andel av fortjenestemulighetene i prosjektet. Selv om gründerne har en mer balansert oppfatning av risikoen i prosjektet vil asymmetrien med ubenyttede skjermingsfradrag**



gjøre seg gjeldende. Gründeren vil i en situasjon hvor nedsiden i prosjektet materialiserer seg ha tapt sin formue og vil dermed ha begrensede muligheter til å generere aksjeinntekter som det ubenyttede skjermingsfradraget kan benyttes mot. Dette i motsetning til hva som er tilfelle for investorer med en veldiversifisert portefølje. Innføring av aksjonærmodellen vil kunne medføre redusert nyskaping i Norge ved at ressurspersoner og muligens også tilknyttede selskaper flytter til utlandet.

### *3.1.6 Konsekvenser for kapitalmobilitet - innlåsnings effekter*

Innføring av aksjonærmodellen vil i mange tilfeller kunne føre til redusert kapitalmobilitet som følge av innlåsnings effekter forårsaket av høy beskatning dersom latente aksjegevinster realiseres og/eller det foretas utdeling av utbytte som overstiger skjermingsfradraget. Det vil være incentiver for aksjonærene til i større grad å ha en stabil utbytteprofil lik skjermingsrenten for å maksimere utbytteutdeling uten beskatning etter aksjonærmodellen. Det vil således kunne oppstå en skattemotivert ”handlingsregel” med hensyn på utbyttens nivået. Dette vil naturlig nok kun være praktisk mulig i selskaper hvor aksjonærene har tilnærmet like inngangsverdier. I børsnoterte selskaper vil dette være praktisk umulig ettersom aksjonærene har vidt forskjellige inngangsverdier og dermed skjermingsavkastning. For selskaper som har en sterk inntjening i forhold til skjermingsavkastningen på aksjonærenes inngangsverdier på aksjene, vil dette kunne føre til at selskapets overskuddslikviditet blir større enn hva som ellers ville vært ønskelig. Dette representerer en innlåsnings effekt. Bakgrunnen for en slik atferd vil være håp om lovendring slik at dobbeltbeskatning unngås eller eventuelt at aksjonærene planlegger å emigrere i fremtiden.

Det samme problemet eksisterer til en viss grad også med dagens regelsystem, men RISK-systemet eliminerer gevinstbeskatningen på aksjonærens hånd i de tilfeller hvor kursgevinsten ikke overstiger akkumulerte RISK-reguleringer i aksjonærens eiertid.

Innlåsnings effekter som følge av utbytte- og gevinstbeskatning vil således trolig føre til redusert kapitalmobilitet. Særlig vil dette gjøre seg gjeldende i børsnoterte selskaper og andre selskaper med mange aksjonærer. Det vises i denne sammenheng til avsnitt 3.1.1 og underpunktet ”*Investerings selskaper som sparekasser – likviditetstilførsel gjennom låneopptak og utbytte som ikke overstiger skjermingsrenten.*”

**Delkonklusjon:** Innføring av aksjonærmodellen fører til høy beskatning av latente aksjegevinster og utbytte som overstiger skjermingsfradraget. Dette vil føre til større innlåsnings effekter enn dagens skattesystem. Årsaken til dette er hovedsakelig at investorene nok vil forvente å kunne realisere meravkastningen på et senere tidspunkt som følge av emigrasjon, endringer i skattereglene eller ved død for sine arvinger. Videre vil stabilisering av utbyttens nivået på et nivå lik skjermingsrenten kunne føre til redusert kapitalmobilitet ved at overskuddslikviditet blir værende i selskapene.

### *3.1.7 Provenymessige konsekvenser*

Redegjørelsen ovenfor med sikte på de antatte konsekvenser av en innføring av aksjonærmodellen viser at det antatte skatteprovenyet trolig vil bli svært lavt. Skatteutvalget opererer selv med relativt lave provenymessige anslag som følge av aksjonærmodellen.

Aksjonærene kan foreta en rekke tilpasninger med tanke på å redusere, utsette eller eliminere den fremtidige skattebelastning. Aksjonæren(e) styrer selv i mange tilfeller når beskatningen etter aksjonærmodellen skal finne sted ved at denne/disse selv råder over når selskapet skal

foreta utdeling av utbytte og når aksjene skal realiseres. Dette skaper grunnlag for en rekke tilpasninger med sikte på å redusere den effektive skattebelastning.

Tilsvarende må en påregne at alle nye fradragsmuligheter som følge av aksjonærmodellen vil bli utnyttet. Avkastningsbeskatningen av utenlandske aksjer vil bli redusert som følge av aksjonærmodellen.

I sum vil det være tilnærmet umulig å beregne hva slags proveny aksjonærmodellen vil kunne gi over tid. Skatteytters store innflytelse over tidspunktet for skattleggingen kombinert med modellens nye fradragsmuligheter og lettelser gjør at man ikke kan utelukke at provenyvirkningen blir negativ relativt til dagens system.

### *3.1.8 Administrative og ligningstekniske konsekvenser*

Aksjonærmodellen er kompleks og vil trolig være dyr å administrere. Dette synes lite hensiktsmessig med tanke på det begrensede skatteproveny modellen trolig vil innbringe. En viktig målsetning i mandatet til Skatteutvalget var ”Skatte- og avgiftsreglene bør være enkle og oversiktlige”. Det fremlagte forslag i form av aksjonærmodellen synes ikke å bidra til enkelhet og oversiktighet. For mange skattytere vil regelverket kunne være like vanskelig å forholde seg til som delingsmodellen. Videre skal dagens RISK- og godtgjørelsessystem videreføres for aksjonærer som ikke er personlige skattytere. Dette innebærer en kompleks dualitet.

Aksjonærmodellen krever innhenting og lagring av en rekke data med strenge krav til nøyaktighet for å kunne beregne korrekt skatt etter aksjonærmodellen. Dette gjelder blant annet den enkelte aksjes kostpris, utbytteutdelinger, tidspunkt for erverv og realisasjon, fusjon, fisjon, kapitalnedsettelse, splitt og spleis av aksjer. Opplysningene må ikke bare lagres for eierskap i norske selskaper, men også utenlandske. Dette vil kreve store administrative ressurser samt at skattyterne og selskapene avgir korrekt og rettidig informasjon til skattemyndighetene. Videre vil det antas at kontrollbehovet vil øke. Dette vil særlig kunne gjelde kontroll av transaksjoner mellom selskaper og nærstående selskaper og/eller personlige aksjonærer.

Skatteutvalget anerkjenner at forslaget vil medføre store administrative konsekvenser og kreve store ressurser, men viser til at bortfall av delingsmodellen samt bortfall av RISK-systemet for personlige skattytere på den annen side vil redusere ressursbehovet. Vi stiller oss tvilende til at det totale ressursbehovet fra ligningsmyndighetenes side ikke vil øke som følge av innføring av aksjonærmodellen.

### *3.1.9 Andre mangler ved aksjonærmodellen*

Nøytralitet skattemessig mellom ulike virksomhetsformer fordrer at ikke bare eierne av aksjeselskaper, men også eierne av øvrige virksomhetsformer blir gjenstand for beskatning etter uttaksmodeller etter samme prinsipp som aksjonærmodellen. Utvalget uttaler følgende om dette:

*”Dersom aksjonærmodellen skal innføres for aksjeselskaper, tilsier hensynet til skattemessig nøytralitet mellom ulike virksomhetsformer at det bør innføres en lignende uttaksmodell også for deltakerlignede selskaper og enmannsforetak.” (NOU 2003:9 s. 219)*

Etter en kortfattet redegjørelse konkluderer utvalget med:

*”Det bør imidlertid foretas en nærmere vurdering av spørsmålet i forbindelse med oppfølgingen av utvalgets forslag” (NOU 2003:9 s. 219)*

Det vil skape usikkerhet og muligheter for tilpasninger om ikke en uttaksmodell innføres simultant for alle virksomhetsformer. Utvalget burde vært langt mer konkret i denne sammenheng og også foreslått løsninger for uttaksmodeller også for andre virksomhetsformer enn aksjeselskaper. I stedet nøyer utvalget seg med å vise til behovet for nærmere fremtidige utredninger.

**Delkonklusjon: Behovet for nøytralitet mellom ulike virksomhetsformer tilsier at Skatteutvalget burde ha utredet og foreslått konkrete løsninger for modeller ikke bare for aksjeselskaper, men også for andre virksomhetsformer**

#### 4. Oppsummering

Som en oppsummering vil vi begynne med å si at svakhetene ved aksjonærmodellen i særlig grad skyldes at skatteyteren selv bestemmer når beskatning utløses gjennom beslutning om tidspunkt for realisasjon av aksjer og fastsettelse av nivå og tidspunkt for utdeling av utbytte. Avslutningsvis vil vi oppsummere de viktigste praktiske konsekvensene av en aksjonærmodell som foreslått av Skatteutvalget. Noen av konsekvensene synes åpenbare og sikre, mens andre er mer usikre.. De viktigste implikasjonene av en innføring av aksjonærmodellen vil trolig være:

- Omfattende tilpasninger til aksjonærmodellen ved utdeling av fri egenkapital til privat forbruk eller investeringer eller eventuelt konvertering til aksjekapital eller lån.
- Utstrakt bruk av investeringselskaper som sparekasser i kombinasjon med låneopptak fra aksjonærens side med sikkerhet i aksjene. Dette vil redusere skatteprovenyet fra aksjonærmodellen og i visse tilfeller også eliminere skattebelastningen.
- Norske aksjonærer vil kjøpe skjermingsfradrag fra utlendinger mot slutten av kalenderåret. Slikt skjermingsfradrag er verdiløst for utenlandske aksjonærer, men norske aksjonærer vil kunne oppnå vesentlige skattebesparelser ved kun å binde kapital en kort periode.
- Aksjonærer med store latente aksjegevinster vil få enda sterkere incentiver til å flytte utenlands for å unngå beskatning etter aksjonærmodellen. Dette vil ikke bare svekke skatteprovenyet, men kan bidra til å medføre redusert fremtidig verdiskaping i Norge.
- Redusert kapitalmobilitet som følge av innlåsnings effekter i selskaper med mange aksjonærer.
- Tapping av selskaper gjennom transaksjoner med nærstående selskaper og/eller personlige skattytere vil bli enda mer aktuelt da incentivene til dette øker.
- Tilgangen på norsk risikokapital kan bli mindre både hva gjelder børsnoterte og ikke-børsnoterte selskaper. Samtidig medfører aksjonærmodellen lempeligere beskatning av norsk eierskap i utenlandske selskaper. Dette kan resultere i redusert norsk eierskap i norsk næringsliv og manglende tilførsel av kapital til typiske gründerbedrifter.

- Skatteprovenyet fra modellen vil trolig bli svært lavt da tilpasningsmulighetene er mange.
- Aksjonærmodellen er kompleks og vil trolig være svært dyr å administrere sett i forhold til det lave forventede skatteproveny den vil innbringe. Modellen vil bli en særnorsk komplisert skattemodell.

## 5. Konklusjon

Det følger av ovenstående at vi mener den aksjonærmodell som er foreslått av Skatteutvalget har en rekke mangler og svakheter av realøkonomisk, provenymessig og administrativ karakter. First Securities synes ikke aksjonærmodellen er et hensiktsmessig grunnlag for beskatning av personlige norske skattyteres eierskap i næringsvirksomhet.

Det norske skattesystemet i dag kan karakteriseres som følger:

1. Høy beskatning av lønnsinntekter.
2. Lav/moderat beskatning av selskaper/virksomheter.
3. Symmetrisk behandling av selskapsbeskatningen og kapitalbeskatningen av personer.
4. Ingen økonomisk dobbeltbeskatning av selskaper og aksjonær (RISK-modell og ingen utbytteskatt).
5. Høy og vilkårlig formuesskatt.
6. Lav og vilkårlig eiendomsskatt
7. Skattediskriminering av ulike bransjer/yrkesgrupper
8. Høyt samlet skattetrykk

De ovenstående elementene har ulike gode og dårlige egenskaper ettersom hvilke kriterier man legger til grunn. Det er hevet over tvil at det er det store gapet mellom beskatningen av lønnsinntekter og kapital (1 og 2) som gjør at delingsmodellen er kommet under press og at det er skapt behov for på nytt å se på skattesystemet.

Dette gapet kan lukkes enten gjennom å redusere satsforskjellene eller ved å lage et nytt skattesystem som lukker omgåelsesmulighetene. Aksjonærmodellen er i hovedsak et eksempel på et forsøk av den siste typen.

En reduksjon av satsforskjeller vil fjerne årsaken til dagens problemer med delingsmodellen. En ny skattemodell som søker å tette hullene vil i større grad fjerne symptomene til problemet snarere enn årsaken.

Det er vår vurdering av man uansett skattemodell ikke vil kunne redusere incentivene for omgåelser av systemet uten en større reduksjon i satsforskjellene.

Vi er kjent med at mange ser store problemer med innføring av et skattesystem basert på flat beskatning.

Etter vår vurdering ville det likevel vært en bedre løsning på problemet å foreta en moderat økning i skatten på alminnelig inntekt (også for selskaper) med en fjerning av toppskatten, gjerne kombinert med en innstramning av delingsmodellen. Vi tror risikoen for en utflytting av selskaper som følge av en selskapskatt på f.eks. 30% er liten.

Med vennlig hilsen  
**First Securities ASA**

Pål Reiulf Olsen  
Direktør

Pål Brudvik  
Rådgiver