

En kommentar til NOU 2018/5:

Kapital i omstillingens tid

Kapitaltilgangsutvalget gir en bred presentasjon av det norske kapitalmarkedet.

Kapitaltilgangsutvalget gjør i NOU 2018/5 «Kapital i omstillingens tid – Næringslivets tilgang til kapital» en bred gjennomgang av det norske kapitalmarkedet og analyserer en rekke temaer.¹ Denne kommentaren tar opp enkelte av utvalgets premisser og forslag, først og fremst temaer som berører skatteområdet.



Skattejurist/fagbokforfatter
Gregar Berg-Rolness
Han har tidligere vært ansatt i skatteetaten, sist som senior-skattejurist Skatt Sør, internasjonal seksjon

Kapitaltilgangsutvalget fremla sin innstilling til Nærings- og fiskeridepartementet 1. mars 2018. Utvalget legger frem forslag på en rekke områder.

Helhetsbildet slik det presenteres i sammendraget

Utvalgets oppgave var å vise hvordan kapitaltilgangen gjennom det norske kapitalmarkedet fungerer. Det legges til grunn at et effektivt kapitalmarked er en forutsetning for vekst og omstilling i næringslivet – for norsk økonomi og velstand. Kapitalmarkedet omfordeler kapitalen dit den gir best avkastning. Børsprising, oppkjøp, fusjoner og konkurser er viktige elementer i et effektivt marked.

Utvalget påpeker at det norske kapitalmarkedet fungerer godt, med henvisning til NOU 2014:13 Skatteutvalget og NOU 2016:3 Produktivitetskommissjonen. De norske rammevilkårene er i hovedsak balanserte.

Det er generelt rikelig tilgang til kapital for norske virksomheter. Det foreligger imidlertid ingen oversikt over verdiskapende foretak som ikke har

Dette handler artikkelen om

Kapitaltilgangsutvalget gir i NOU 2018/5 en bred presentasjon av det norske kapitalmarkedet og oppsummerer at dagens kapitalmarked i hovedsak fungerer godt med gode rammebetingelser. Det påpekes imidlertid visse svakheter, først og fremst i forhold til nyetablerte foretak.

Informasjonssymmetri er ifølge utvalget den grunnleggende faktoren for et effektivt kapitalmarked. Utvalget tar opp flere forhold hvor manglende gjennomsiktighet (transparens) er problematisk: aksjeomsetning gjennom «dark pools», obligasjonsmarkedet og behovet for et offentlig tilgjengelig aksjonærregister.

Videre anbefales skattemessig fradragsrett for binding av egenkapital og avvikling av formuesskatten.

I artikkelen reises det innvendinger mot enkelte av anbefalingene.

oppnådd å bli finansiert. Utvalget bygger følgelig sine anbefalinger på erfaringer fra finansmiljøer.² Utredningen gir på dette grunnlaget informasjon om deler av kapitalmarkedet som fungerer mindre effektivt og anbefalinger til forbedringer.

Egenkapitalmarkedet

Utredningen analyserer tilgang til egenkapital, tilgang til fremmedkapital, informasjonsasymmetri, digitalisering og offentlige virkemidler. Det norske egenkapitalmarkedet anses som i hovedsak velfungerende. Skattefavoureringen av investeringer i fast eiendom svekker imidlertid kapitaltilgan-

gen til andre markeder, spesielt mindre bedrifter. En betydelig del av pensjonskapitalen kan plasseres mer langsiktig og i større grad i ikke-likvide investeringer. Statens eierandel i børsnoterte selskaper bør reduseres.

Tilgang til fremmedfinansiering kan styrkes

Det er behov for konsekvensutredning av effekter av visse sider ved bankreguleringen for å sikre bankenes konkurransevne lokalt. Det norske obligasjons- og sertifikatmarkedet fungerer godt. Norge bør følge regelverksutviklingen i EU og sikre rask og effektiv innføring av regler for verdipapirisering i Norge.

¹ Kapitaltilgangsutvalgets arbeid var et tiltak i oppfølgingen av Industrimeldingen (Meld. St. 27 (2016–17)).

² Menon Economics har gitt en analyse av egenkapitalmarkedet og Samfunns- og næringslivsforskning (SNF) har analysert bedriftsbankmarkedet.

Etter utvalgets vurdering er det særlig utfordrende å skaffe finansiering til den tidlige utviklingsfasen til potensielle verdiskapende foretak, venturekapital. Utvalget påpeker at det her foreligger en reduksjon i kapitaltilgangen i Norge, til tross for den sterke veksten i «private equity»-kapital, nest størst i Europa i forhold til brutto nasjonalprodukt. Kanaliseringen av egenkapital til lovende tidligfaseselskaper er mangelfull. Her anbefales en statlig satsing gjennom etablering av et nytt venturekapitalfond på én milliard NOK som skal investeres over tre år. Utvalget er også positivt til etablering og drift av forskjellige plattformer for folkefinansiering.

Gjennomskiktighet og skatt

Det fremmes tiltak for økt transparens rettet både mot eiere og långivere. Utvalget anmoder om at konsekvensene av offentlig innsyn i obligasjonseierskap utredes nærmere og ser det som positivt at opplysninger om eierskap i aksjeselskaper er tilgjengelig for alle. Etablering av et sentralt kredittregister bør utredes.³

Utvalget legger frem en rekke mer detaljerte konkrete forslag og synspunkter, bl.a. på de offentlige tilskuddsordningene og på skatteforhold. Forslagene på skattesiden er det grunn til å se kritisk på, sammen med enkelte andre påpekninger som behandles under.

Gjennomskiktighet – «transparens»

«Dark Pool» – aksjehandel uten eller med begrenset innsyn

Et sentralt punkt i mandatet er effektivisering av kontakten mellom kapitalsøker og kapitalbesitter. Manglende informasjonssymmetri pekes ut som den viktigste markedssvikten i kapitalmarkedet.

De siste årene har en stadig større andel av handelen i aksjer notert på Oslo Børs skjedd i «dark pools»⁴ med begrenset innsyn, overvåking og regulering. En «dark pool»-transaksjon kjennetegnes ved at informasjon om

investors ordre ikke publiseres før handelen er gjennomført.

«Dark pool» er et eget marked for aksjehandel hvor det ikke publiseres informasjon om investors ordre før handelen er gjennomført. Årsaken til fremveksten av «dark pools» skal ifølge utvalget være investors ønske om beskyttelse mot at andre foretar aksjehandel basert på kunnskap om investors ordre, handler mot investor og dermed gjør det vanskelig for investor å gjennomføre en større ordre.

Professorene Bernt Arne Ødegaard og Benn Folkvord påpeker i Dagens Næringsliv 11. januar 2018 hvordan Norge taper milliarder i utbytteskatt gjennom aksjehandel i «dark pools». De har undersøkt handelen med Statoilaksjer rundt tidspunktet for utbytteutdelingen, og funnet at handelen på dette tidspunktet øker dramatisk på markedene utenfor Børs.

Oslo Børs tilbyr handel med større ordre gjennom North Sea Dark Pool. Oslo Børs ønsker med dette å trekke denne handelen tilbake til et regulert og overvåket børsmiljø. All handel her publiseres med én gang og Oslo Børs har fullt innsyn.

«Dark Pools» eller «dark pools of liquidity» kjennetegnes ved komplett mangel på transparens. Dette markedet har utviklet seg fra behovet for såkalt «blockhandel» med obligasjoner og andre finansielle instrumenter. Institusjonelle aktører ønsker å gjennomføre store ordre uten vesentlige kursendringer. Ordrene legges da til spesialiserte mellommenn, «block houses», som stykker opp ordrene slik at de kan gjennomføres uten å påvirke kursen. Denne typen omsetning av finansielle instrumenter kan spores tilbake til 1980-tallet. Denne omsetningen utgjør nå 15 % av all aksjehandel i USA (2014). I mai 2017 var det registrert mer enn 40 «dark pools» hos Securities Exchange Commission (SEC).⁵ Ifølge Financial Times foregår 2/3 av omsetningen over indeksebørsen FTSE 100 i London i «dark pools». En stadig

større andel av handelen i aksjer notert på Oslo Børs skjer i «dark pools».⁶

Tiltak mot «dark pools»

Ifølge en pressemelding fra ESMA (europiske verdipapir- og markedsmyndigheter) er aksjene i flere hundre europeiske selskaper nå midlertidig utelukket fra handel på markedsplasser av typen «dark pools». Utelukkelsen gjelder i seks måneder fra medio mars 2018. 31 aksjer og egenkapitalbevis på Oslo Børs er berørt, deriblant Aker, Aker Solutions, Bakkafrøst, DNB, Gjensidige, Lerøy Seafood, Marine Harvest, Orkla, PGS, Salmar, Schibsted A, Statoil, Storebrand, Subsea 7, Telenor, TGS, Tomra og Yara.⁷

I henhold til EU-direktivet for regulering av markedet for finansielle instrumenter, MIFID II, plikter verdipapirforetak som, enten for egen regning eller på vegne av kunder, gjennomfører transaksjoner i finansielle instrumenter å melde disse til en godkjent offentliggjøringsordning. Maksimalt fire prosent av all handel og åtte prosent av totale volumer i en enkeltaksje kan skje i en «dark pool» i en rullerende 12-månedersperiode.⁸

Utvalget har ikke gjort noen kartlegging av omfanget av omsetning av norskregistrerte aksjer på «dark pools» og heller ikke gjort noen vurderinger av hvordan dette virker inn på egenkapitalmarkedet.

Hemmelig aksjehandel kan imidlertid ikke aksepteres. Et naturlig utgangspunkt er å anse at hemmelighold om et større aksjeoppkjøp vil virke negativt i markedet. Her bidrar hemmeligholdet til at aksjekursene er upåvirket og ikke reflekterer markedssituasjonen. Et illustrerende eksempel er det ferske oppkjøpsfremstøtet overfor Norwegian som har ført til et kursoppsving på 50 %. Det er en klar risiko for at interessene til aksjonærgrupper kan bli skadelidende.

Videre vil informasjon om større oppkjøp alltid være viktig for kreditorer og ansatte i et foretak og i skattemessig

³ Finansdepartementet har 28. februar 2018 nedsatt en arbeidsgruppe som skal vurdere om det bør etableres et sentralt kredittregister i Norge. Det skal avgis rapport innen 17. september 2018.

⁴ Dark pool for aksjehandel er beskrevet i NOU 2018/5 s. 41.

⁵ Disse opplysningene er i hovedsak hentet fra Investopedia.

⁶ Nyheter fra Oslo Børs 14. april 2016.

⁷ Hegnar.no 8. mars 2018.

⁸ Opcit.

sammenheng kan hemmelige transaksjoner ikke aksepteres. Mulighetene for hvitvasking er også til stede.

Det bør klargjøres hvordan omsetningen gjennom North Sea Dark Pool står i forhold til samlet omsetning gjennom «dark pools». Det er mulig at tiltakene til Oslo Børs kan avverge de mest uheldige sidene ved denne typen aksjeomsetning, for eksempel faren for hvitvasking, i den utstrekning omsetningen skjer gjennom North Sea Dark Pool i stedet for øvrige skjulte omsetningsledd. Utvalget burde likevel vurdert om aksjeomsetning gjennom «dark pools» kan aksepteres i et velfungerende kapitalmarked og eventuelt hvilke tiltak som kan iverksettes, for eksempel i det sporet EU går inn på.

Skjulte långivere i obligasjonsmarkedet

Utvalget påpeker, som et ønskelig utgangspunkt, at det bør være innsyn i hvem som eier obligasjoner. Utvalget mener som nevnt foran at åpenhet og transparens er viktig for at finansmarkedene skal fungere effektivt. Utvalget påpeker imidlertid at Finansdepartementet har falt ned på at det ikke skal åpnes for innsyn på dette området. Spørsmålet om innsyn i eierforholdet til obligasjoner var lagt ut til høring i forbindelse med pågående arbeid med ny verdipapirlov. Utvalget tar ikke endelig stilling til spørsmålet med henvisning til behov for ytterligere utredning.

Obligasjonene som handles i det norske verdipapirmarkedet, er ihendehaverobligasjoner.⁹ Det betyr at den som til enhver tid er i besittelse av obligasjonene, er legitimert som eier utad, herunder overfor utstederen. Utestående volum i det norske obligasjonsmarkedet utgjorde ved utgangen av 2016 NOK 1860 milliarder. Utenlandske foretak står for 15 % av volumet. På samme nivå ligger norske ikke-finansielle private foretak. Høyrenteobligasjonslån preger markedet.

Nordic Trustee ASA (NT – tidligere Norsk Tillitsmann ASA) står som tillitsmann for en betydelig del av obli-



Utvalget mener åpenhet og transparens er viktig for at finansmarkedene skal fungere effektivt.

gasjonene i det norske markedet, rundt 600 obligasjonsutstedere med en underliggende samlet verdi rundt NOK 1200 milliarder. NT eies av Altor Fund IV. Fondet er stockholm-basert under Altor Equity Partners.

Obligasjonseierne organisert under NT kan i de fleste praktiske sammenhengene forbli ukjente, både for offentligheten og for obligasjonsutsteder. Verdipapirregisterloven har bestemmelser om taushetsplikt som blant annet omfatter eierforholdene til obligasjoner. Instanser som har rettslig krav på slike opplysninger, som Finanstilsynet, namsmyndighetene og politiet, kan imidlertid kreve innsyn i hvem som eier obligasjonene.

Domstolskapt trustregelverk

Den rettslige handleevnen til NT ble behandlet i flere dommer etter konkurransen i Thule Drilling AS i 2010. I Rt. 2010 s. 402 fant Høyesteretts ankeutvalg at NT hadde søksmålskompetanse etter tvisteloven § 1–3 i saker vedrørende obligasjonseiers krav mot låntaker eller garantist. I Rt. 2010 s. 1089 fant Høyesteretts ankeutvalg at NT kunne anses som fordringshaver i konkurs i henhold til konkursloven § 60. I ny kjennelse 5. juni 2014, Hr-2014–01 161-A, ble NT også ansett å ha søksmålskompetanse for erstatningskrav anlagt på vegne av obligasjonseieren mot styremedlemmer og personer i ledelsen av Thule Drilling AS. Erstatningskravet utgjorde samlet i underkant av NOK én milliard.

Tillitsmannsordningen, som kan ses som en norsk variant av det internasjonale

trustregimet, er gjennom denne domstolaktiviteten implementert i norsk rett. Lovgiver på den annen side har ikke foretatt noen vurdering av behovet for nærmere regulering, opp mot blant annet de internasjonale standardene for «Customer Due Diligence» (CDD) og «Know Your Customer» (KYC)

Tillitsmannsordningen omfatter som vist store formuesverdier.

Utvalget har som nevnt ikke tatt opp disse spørsmålene med henvisning til Finansdepartementets ståsted. Det er imidlertid nødvendig for lovgiver å regulere dette markedet og sikre åpenhet i eierforholdene.

Aksjeeierregister

Hva med forvalterregistrering av utenlandske aksjonærer?

Utvalget mener det er positivt at opplysninger om eiere i aksje- og allmennaksjeselskaper i utgangspunktet er tilgjengelig for alle. Elektroniske løsninger vil gi mulighet for effektive løsninger. «Blokkjedeteknologi kan brukes til å kontrollere eierskap over aktiva over tid og på tvers av landegrenser.»¹⁰ Utvalget anbefaler at arbeidet med et elektronisk aksjeeierregister blir fullført.

Det er ikke gjort noen vurdering av utlendingers adgang til å eie aksjer i norske selskaper gjennom forvalter. Gjennom denne ordningen eier utlendinger en betydelig del av aksjene i norske selskaper uten at offentligheten og heller ikke skattemyndighetene i praksis vet

⁹ Norske obligasjoner er ihendehaverpapirer, se NOU 2018/5 kap. 5 fotnote 7.

¹⁰ NOU 2018/5 pkt. 6.1.3.

hvem de er.¹¹ Orkla kan tas som (et tilfeldig) eksempel: pr. 31. desember 2015 var 15 av de 20 største aksjonærene forvalterkontoer. Tall NRK har innhentet fra VPS viser at 36 % av samlet verdi av VPS-registrerte aksjer ved utgangen av 2014 tilhørte utlendinger.¹²

Utlendingers adgang til forvalterregistrering av sine aksjeposter innebærer at det kan være vanskelig til enhver tid å vite hvem den egentlige aksjeeier er, spesielt gjelder dette når eierforholdet inngår i en kjede av forvaltere. Det er mulig at nødvendig åpenhet om virkelige eierforhold kan etableres gjennom nye teknologiske løsninger, og at denne spesialordningen for utlendinger kan opprettholdes i så måte. Men det er grunn til å påpeke at begrunnelsen for denne ordningen, norsk kapitalbehov, for lengst er falt bort. Utvalgets arbeid viser at det ikke er mangel på kapitaltilførsel til Norge.

Skatt er politikk

Utvalget har i tråd med mandatet vurdert de elementene i norsk kapitalbeskatning som er mest relevante i forbindelse med næringslivets kapitaltilgang, dvs. selskapsskatt, skatt på kapitalavkastning og skatt på kapitalbeholdninger.

Utvalget fastslår at Norge i store trekk har et godt skattesystem og at en effektiv og nøytral beskatning er det viktigste prinsippet på et overordnet nivå, også for næringslivets kapitaltilgang.

Selskapsskatt og kapitalbeskatning

Den norske kapitalbeskatningen har ifølge utvalget tre elementer: skatt på selskapenes overskudd, skatt på personlige kapitalinntekter og skatt på kapitalbeholdninger.

Utvalgets angivelse av selskapenes netto skattepliktige inntekt som kapitalinntekt, er diskutabelt. Det normale er at selskaper både har næringsinntekt og kapitalinntekt. Selskapenes netto skattepliktige inntekt defineres som alminnelig inntekt, tilsvarende som for personlige næringsdrivende skattytere.

Kapitalinntekter beskattes kun som alminnelig inntekt, mens selskapsoverskuddet får en ny runde beskatning ved utdeling av utbytte til personlig aksjonær.

Utvalget fastslår at selskapsskatten favoriserer gjeldsfinansiering fremfor egenkapitalfinansiering. Det vises til at rentekostnaden på gjeld er fradragberettiget i selskapsinntekten, mens alternativkostnaden ved å binde egenkapitalen ikke kommer til fradrag. Utvalget anbefaler at det gjøres endringer for i større grad å likestille gjeld og egenkapital. Det dreier seg om modeller som gir fradrag for finansieringskostnadene ved egenkapital.

Denne konklusjonen er for snevert basert. Eierens investering i et aksjeselskap skal i norsk skatterett sammenholdes med de næringsdrivende som velger å drive virksomheten sin i enkeltpersonforetak. Utbytteskatten på aksjeeiers hånd, tillagt relativ andel av selskapets skatt på sitt overskudd, skal ligge på samme nivå som skatten næringsdrivende må betale for inntekten fra enkeltpersonforetaket. Utbytte beskattes med 46,6 % når selskapsskatten på 23 % er inkludert, før skjermingsfradrag.

Binding av egenkapital anses i dag ikke som en skattemessig kostnad. Skattefradrag for oppofrelse av egenkapital under verdiskapningen kommer i form av avskrivninger på driftsmidler. Dersom det utover dette skal etableres fradrag for en beregnet kostnad knyttet til bruk av egenkapital, vil dette dra med seg spørsmålet om å trekke de regnskapsmessige verdiløstingene inn i skatteregnskapet, og da er vi på vei tilbake til det norske skattesystemet før 1992. Fradraget vil også måtte gjelde for private garantistillelser for selskapenes fremmedkapital.

Utvalget gir her et fortegnet bilde av selskapsinntekten som skattegrunnlag, noe som bidrar til et uheldig skattefor-slag.

Forslaget er kontroversielt

Belgia innførte i 2005 en fradragordning for risikoutsatt egenkapital under betegnelsen «Notional Interest Deduction» (NID). For kapitalintensive fore-

tak gir denne ordningen en betydelig redusert skatt. I april 2016 annonserte belgiske myndigheter at NID-systemet skulle utvikles som ledd i en skattereform hvor OECDs og EUs anbefalinger skulle innbakes. NID-ordningen blir trappet ned fra 2018. Det vil ikke lenger bli beregnet fradrag for total kvalifisert egenkapital, men i stedet fradrag basert på en trinnvis beregnet økning av egenkapital, «incremental NID».

Utvalget gir her et fortegnet bilde av selskapsinntekten som skattegrunnlag, noe som bidrar til et uheldig skattefor-slag.

Norsk skattenivå

Den effektive gjennomsnittlige selskapsskattesatsen¹³ i Norge ligger på gjennomsnittet for OECD og noe over gjennomsnittet for de nordiske landene. Sammenlignet med disse landene vil ytterligere reduksjon av selskapsskattesatsen gi liten effekt i kapitalmarkedet etter utvalgets vurdering. Mye av kapital sirkulasjonen til og fra Norge skjer imidlertid via skatteparadiser og lavskatteordninger i andre land, jf. for eksempel «private equity»-oppkjøpene.¹⁴ I denne sammenhengen er det ikke mulig for velferdsstater å konkurrere med selskapsskattesatsen. Denne siden av kapitalmarkedet er ikke belyst av utvalget.

Derimot er det etter skattereformen i 1992 etablert en betydelig favorisering av kapitalinntekt som kun skatlegges som alminnelig inntekt – 23 %, et tosporet system i norsk skatterett. Denne reduserte skatleggingen, kan en passiv investor benytte seg av ved å tilby lånekapital. Investoren som tilbyr aktiv kapital gjennom investering i aksjer, må i prinsippet skatte som andre aktive virksomhetsutøvere. Denne særdeles gunstige beskatningen av passive kapitalinntekter bør kanskje opp til diskusjon, tatt i betraktning den ekstreme forskjellsutviklingen vi nå er konfrontert med.

¹³ Effektiv gjennomsnittlig skattesats tar også hensyn til andre forhold ved skattegrunnlaget, for eksempel avskrivninger, inflasjon og renter mv.

¹⁴ I 2017 var det ved begynnelsen av desember foretatt PE-oppkjøp i Norden til rundt NOK 200 milliarder, jf. hegnar.no. 7.12.2017.

¹¹ NOU 2005: 13, Om forvalterregistrering av aksjer i norske aksjeselskaper, pkt. 11.4.2.2.

¹² Tseren/Berg-Rolness, Norsk eierskretse. Skjulte eierforhold i Norge. Revisjon og Regnskap nr. 7/1016.

Formuesskatt

Skatt på kapitalbeholdninger omfatter ulike skatteformer: formuesskatt, eiendomsskatt, dokumentavgift (transaksjonskatt) og skatt på arv/gave. Utvalget viser hvordan disse skattene kommer til uttrykk i forskjellige land og OECD-gjennomsnittet.¹⁵ Norge ligger under OECD-gjennomsnittet, i Skandinavia under Danmark og Finland, men over Sverige. OECD-gjennomsnittet for skatt på kapitalbeholdninger utgjør over 5 % av samlede skatter og avgifter, mens denne beskatningen i Norge utgjør 3 %. Særegent for Norge er den relativt høye formuesskatten som inngår i dette totalbildet. Mange OECD-land har avviklet formuesskatten. Derimot har mange land vesentlig høyere eiendomsskatter og arveavgift sammenlignet med Norge. I senere tid er det kommet påtrykk for å gjeninnføre formuesskatt i flere OECD-land.

Formuesskatt – instrument for omfordeling

Utvalget konstaterer at formuesskatten i hovedsak er fordelingsmessig begrunnet. I de fleste landene inngår kapitalinntekten i et felles skattegrunnlag med andre typer inntekter som skattes progresivt. Kapitalinntektene bidrar dermed til skattesystemenes omfordelende virkning, og det er i den sammenheng ikke behov for ytterligere formuesbeskatning. I det norske dualistiske systemet beskattes kapital flatt. Formuesbeskatningen er dermed nødvendig for å sørge for at skatleggingen av kapitalinntekt også skal ha en omfordelende virkning.

Et annet forhold som begrunner formuesskatt er at skatt som andel av bruttoinntekt i Norge, i praksis faller for bruttoinntekter over tre millioner kroner.¹⁶

Utvalget trekker opp faktorer som teller for og mot formuesskatt og uttrykker at det på et teoretisk grunnlag er vanskelig å avgjøre om formuesskatten er mer uheldig eller til hinder for næringslivets kapitaltilgang enn andre skatter på kapital. Utvalget anbefaler likevel at



OECD-gjennomsnittet for skatt på kapitalbeholdninger utgjør over 5 % av samlede skatter og avgifter, mens denne beskatningen i Norge utgjør 3 %.

formuesskatten avvikles, alternativt, som en subsidiær anbefaling, at verdsettingen av formuesobjekter blir foretatt på en mer ensartet måte.

Bortfall av formuesskatten vil utgjøre et provenytap på 14 milliarder kroner.

Utvalget er så vidt innom studiene til Zucman som påviser at 8 % av verdens finansformue er skjult i skatteparadis.¹⁷ Utvalget gjør ingen nærmere vurdering av dette forholdet. Utvalget nevner ikke studiene til Thomas Piketty av nasjonal og internasjonal formuesfordeling og forskjellsutvikling i det hele tatt, et av dagens mest diskuterte og kontroversielle temaer.¹⁸ Den grunnleggende faktoren for forskjellsutviklingen er ifølge Piketty at den årlig raten for avkastning på kapital er høyere enn landenes vekstrate, dvs. BNP. Piketty påpeker at progressiv kapitalbeskatning er nødvendig for å bryte denne uheldige utviklingen.

Utvalgets anbefaling angående formuesbeskatningen må holdes opp mot den spektakulære forskjellsutviklingen i de personlige formuesforholdene som nå utfolder seg i den globale økonomien. Beskatning av formue reiser

tunge problemstillinger langt utover effekter i kapitalmarkedet som må kunne karakteriseres som marginale.

Ikke bare spørsmål om EØS

EØS-tilknytningen påpekes som en viktig faktor for et velfungerende kapitalmarked. Gjennom EØS-medlemskapet etablerer Norge et felles regelverk med EU som bidrar til optimal grenseoverskridende kapitalbevegelse i forhold til andre EU-land.

Norske bedrifter henter 75 % av sin finansiering fra norske kilder og 95 % av norske husholdningers finansielle eiendeler er plassert i norsk sektor, ifølge utvalget. Utvalget konstaterer ut fra disse tallene at det foreligger et forholdsvis stort nasjonalinternt kapitalmarked, til tross for den omfattende globaliseringen som pågår.

En åpenbar «dark horse» er den uregistrerte kapitalen i skatteparadisene. Denne kapitalen strømmer inn gjennom PE-investeringer, gjennom obligasjonsmarkedet og inn til de norske multinasjonale konsernene gjennom utenlandske datterselskaper. Utvalget har antatt at også norskeid kapital i noen grad er skjult i skatteparadis, omfanget er imidlertid ikke nærmere vurdert. Når denne faktoren tas i betraktning, kan kildebildet bli ganske annerledes enn det som utvalget beskriver.

Det er ikke grunnlag for å hevde at vi har en sterk regulering av finansmarkedet tatt i betraktning den globale økonomiske integreringen. Det som ofte omtales som en uregulert offshore finanssektor påvirker kapitalmarkedene i alle land. Norge er nå utsatt for anarkiet i det globale finansmarkedet, hvor rentefella kan klappe igjen i utsatte norske husholdninger ut fra uforutsette begivenheter i andre land og hvor behovet for å redde finansinstitusjoner i Norge igjen kan bli aktuelt.

Det er et åpenbart behov for sterkere regulering av de internasjonale kapitalmarkedene hvor det fra norsk hold må komme positive bidrag.

¹⁵ NOU 2018/5 s. 135.

¹⁶ «... skattesystemet fra og med 2017 er regressivt når inntekten overstiger 3 millioner kroner, også når formuesskatten er inkludert», se NOU 2018/5 s. 141.

¹⁷ Zucman, G. (2015). The Hidden Wealth of Nations – The Scourge of Tax Havens.

¹⁸ Piketty, T. (2014). Capital in the Twenty-first Century.