



# Kanaløyene: et paradis for norske private equity-fond?

*En kvalitativ analyse av hvorfor norske private equity-fond lokaliseres på Kanaløyene*

**Karina W. Lange og Victoria Mothes**

**Veileder: Guttorm Schjelderup**

Masteravhandling i økonomisk styring og finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer innestår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

## Sammendrag

Formålet med denne avhandlingen er å identifisere driverne bak valget av fondsjurisdiksjon i den norske private equity-bransjen. Mer konkret redegjør avhandlingen for valget mellom Norge og Kanaløyene. Avhandlingens formål settes i lys av problematiske aspekter forbundet med bruk av skatteparadiser, ettersom Kanaløyene klassifiseres som skatteparadiser av mange internasjonale organisasjoner. I første omgang vurderes skatteminimerende motiver på fondsnivå, og vi finner at slike motiver ikke kan sies å drive valget av Kanaløyene som fondsjurisdiksjon.

I det videre støttes avhandlingen på dybdeintervjuer foretatt av forfatterne selv, samt litteratur, for å sammenfatte andre hensyn som kan virke drivende for valget. I hvor stor grad hensynene kan sies å være reelle drivere bak valg av fondsjurisdiksjon, analyseres i avhandlingens nest siste kapittel. Denne analysen gjøres på bakgrunn av et datagrunnlag bestående av dybdeintervjuer med sentrale aktører i den norske private equity-bransjen. Vi finner at stabilitet, slik den oppleves av norske private equity-aktør, er den sterkeste driveren bak valget av Kanaløyene som fondsjurisdiksjon.

## Forord

Denne avhandlingen er skrevet som del av masterstudiet i henholdsvis økonomisk styring og finansiell økonomi ved Norges Handelshøyskole. Avhandlingen ble utarbeidet høsten 2014.

Flere bransjer har de siste årene kommet under skattelupen i Norge, deriblant den norske private equity-bransjen. Skattefokuset har materialisert seg både ved antall saker som granskes av norske skattemyndigheter og ved økt omtale i media. For norsk private equity er det gjerne bruken av såkalte skatteparadiser som står sentralt ved slik omtale. Valg av avhandlingens tema bygger på vår interesse for skatt og bruk av skatteparadiser, tematikkens aktualitet og ønske om en bredere forståelse av norsk private equity. Den norske private equity-bransjen ble valgt fordi den i stor utstrekning benytter seg av skatteparadiser, og fordi bransjen i seg selv fremstår som relativt lukket for omgivelsene. Avhandlingen har til hensikt å gi leseren et nyansert og helhetlig bilde, noe vi oppnår gjennom bruk av ulike innfallsvinkler, litteraturkilder og bidragsytere.

Vi vil takke alle våre bidragsytere for nyttige og interessante innspill. Dette har vært avgjørende for avhandlingens praktiske og virkelighetsnære tilnærming til ovennevnt tematikk. Sentrale bidragsyterne er:

- Camilla Fingarsen og Harald Kvalum, Skatt Øst
- Knut T. Traaseth, NVCA
- Morten Blix, Herkules Capital
- Anders Misund, EQT Partners
- Liv Marit Lundebj, HitecVision
- Morten Welo, FSN Capital
- Stine Foss, Northzone Ventures
- Tor Krusell, Altor
- Tre partnere i norske advokatfirma

Vi vil også rette en spesiell takk til vår veileder professor Guttorm Schjelderup. Schjelderup har bidratt med positivitet, engasjement og sin ekspertise på skatt og skatteparadiser. Schjelderup har også bidratt med gode råd, og ikke minst hatt tro på dette prosjektet. Arbeidet med avhandlingen har vært svært lærerikt og spennende.

Oslo, 18. desember 2014

Karina Lange      Victoria Mothes

---

# Innholdsfortegnelse

Sammendrag .....	2
Forord .....	3
Innholdsfortegnelse .....	4
<b>1. Innledning .....</b>	<b>9</b>
1.1 Motivasjon .....	9
1.2 Avhandlingens oppbygning.....	11
1.3 Avhandlingens avgrensinger .....	12
<b>2. Private equity .....</b>	<b>14</b>
2.1 Kapitalmarkedet.....	14
2.1.1 Selskapets finansieringskilder: kapitalstruktur .....	14
2.2 Begrepsavklaringer og definisjoner.....	16
2.2.1 Private equity – hva er det?.....	16
2.2.2 Fondsbegrepet.....	16
2.2.3 PE-fond .....	16
2.3 Variasjoner av PE.....	18
2.3.1 Ulike PE-investeringer .....	18
2.3.2 Ulike investeringsstrategier .....	20
2.3.3 Begrepsavklaring .....	21
2.4 Tradisjonell organisering, etablering og drift av PE-fond .....	22
2.4.1 Organisering .....	22
2.4.2 Etablering .....	24
2.4.3 Drift.....	26
2.5 PE-selskapets avlønningsstruktur .....	28
2.5.1 Prestasjonsbasert avlønning.....	28
2.5.2 Ikke-prestasjonsavhengig avlønning.....	30
2.6 PE-bransjens utvikling i Norge .....	31
<b>3. Selskapsformer for norske PE-fond .....</b>	<b>32</b>
3.1 Internasjonal og nasjonal struktur .....	32
3.1.1 Internasjonal selskapsstruktur .....	32
3.1.2 Nasjonal selskapsstruktur.....	34

---

3.2	Gir bruk av deltakerlignende selskaper et reelt blandet ansvar? .....	38
<b>4.</b>	<b>Skatteparadiser.....</b>	<b>40</b>
4.1.1	Hva er et skatteparadis?.....	40
4.1.2	Hva menes med lukkede jurisdiksjoner? .....	41
<b>4.2</b>	<b>Skadelige strukturer .....</b>	<b>42</b>
4.2.1	Sekretesselovgivning .....	43
4.2.2	Særbehandling av selskapsstrukturer og personer .....	44
4.2.3	Skatteparadisenes forretningsmodell .....	45
4.2.4	Avgrensninger.....	46
<b>4.3</b>	<b>Kanaløyene .....</b>	<b>46</b>
<b>4.4</b>	<b>Delkonklusjon.....</b>	<b>49</b>
<b>5.</b>	<b>Skatterettslig rammeverk for norske PE-fond.....</b>	<b>51</b>
<b>5.1</b>	<b>Relevante skatteregler.....</b>	<b>51</b>
5.1.1	Fritaksmetoden .....	51
5.1.2	Skatteavtaler .....	53
5.1.3	Kildeskatt.....	53
<b>5.2</b>	<b>Beskatning av ulike selskapsformer .....</b>	<b>53</b>
5.2.1	Beskatning av limited partnerships .....	54
5.2.2	Beskatning av aksjeselskap (AS) .....	54
5.2.3	Beskatning av kommandittselskap (KS).....	55
5.2.4	Beskatning av indre selskap (IS) .....	55
5.2.5	Forskjeller i beskatning av ulike selskapsformer .....	55
<b>5.3</b>	<b>Beskatningskjeden i PE .....</b>	<b>56</b>
5.3.1	Norske investorer .....	56
5.3.2	Utenlandske investorer .....	58
<b>5.4</b>	<b>Relevans for skatteparadisproblematikken.....</b>	<b>60</b>
<b>5.5</b>	<b>Delkonklusjon.....</b>	<b>61</b>
<b>6.</b>	<b>Hensyn ved valg av fondsjurisdiksjon - litteratur .....</b>	<b>62</b>
<b>6.1</b>	<b>Eksisterende litteratur .....</b>	<b>62</b>
6.1.1	The European Venture Capital & Private Equity Association (EVCA) .....	62
6.1.2	Nordic Innovation.....	64
6.1.3	Bugge, Arentz-Hansen & Rasmussen (BAHR) ved Peter Hammerich .....	66
6.1.4	Drangsholt – Norges Handelshøyskole (NHH) .....	67

---

6.1.5	Kapitalfluktutvalget .....	68
<b>6.2</b>	<b>Oppsummering og delkonklusjon .....</b>	<b>70</b>
<b>7.</b>	<b>Metode.....</b>	<b>71</b>
<b>7.1</b>	<b>Valg av metode .....</b>	<b>71</b>
7.1.1	Kvalitativ metode .....	71
<b>7.2</b>	<b>Begrunnelse for valg av metode .....</b>	<b>73</b>
7.2.1	Metoden støtter avhandlingens formål .....	73
7.2.2	Metoden benytter seg av tilgjengelige ressurser .....	75
<b>7.3</b>	<b>Praktisk gjennomføring .....</b>	<b>76</b>
7.3.1	Utvalg .....	76
7.3.2	Utvalgets representativitet.....	78
<b>8.</b>	<b>Sammenfatning av hensyn ved valg av fondsjurisdiksjon .....</b>	<b>79</b>
<b>8.1</b>	<b>Skattetransparens .....</b>	<b>79</b>
<b>8.2</b>	<b>Stabilitet og tillit.....</b>	<b>80</b>
<b>8.3</b>	<b>Reell etablering .....</b>	<b>83</b>
<b>8.4</b>	<b>Tjenestetilbud .....</b>	<b>85</b>
<b>8.5</b>	<b>Kostnader.....</b>	<b>86</b>
<b>8.6</b>	<b>Kapitaleffektivitet .....</b>	<b>87</b>
<b>8.7</b>	<b>Merverdiavgift .....</b>	<b>91</b>
<b>8.8</b>	<b>Hemmelighold .....</b>	<b>93</b>
<b>8.9</b>	<b>Omdømme .....</b>	<b>96</b>
<b>8.10</b>	<b>Oppsummerende delkonklusjon.....</b>	<b>97</b>
<b>9.</b>	<b>Reelle drivere ved valg av fondsjurisdiksjon - intervjuanalyse .....</b>	<b>99</b>
<b>9.1</b>	<b>Skattetransparens .....</b>	<b>99</b>
9.1.1	Skattetransparens – iboende karakteristika .....	99
9.1.2	Dobbeltbeskatning .....	100
9.1.3	Behovet for skattetransparens.....	100
9.1.4	Norske skattetransparente strukturer.....	102
9.1.5	Delkonklusjon .....	102
<b>9.2</b>	<b>Stabilitet og tillit.....</b>	<b>103</b>
9.2.1	Investeringer i private equity – iboende risiko .....	103
9.2.2	Stabilitet i Norge.....	103
9.2.3	Stabilitet på Kanaløyene .....	104

---

9.2.4	Mangel på norsk stabilitet – utflagging av rådgivingselskaper? .....	105
9.2.5	Kanaløyene som bransjestandard – reelt? .....	105
9.2.6	Delkonklusjon .....	107
<b>9.3</b>	<b>Reell etablering .....</b>	<b>108</b>
9.3.1	Reell etablering – en problemstilling? .....	108
9.3.2	Delkonklusjon .....	109
<b>9.4</b>	<b>Tjenestetilbud .....</b>	<b>109</b>
9.4.1	Tjenestetilbud på Kanaløyene .....	110
9.4.2	Tjenestetilbud i Norge .....	111
9.4.3	Delkonklusjon .....	112
<b>9.5</b>	<b>Kostnader .....</b>	<b>112</b>
9.5.1	Internasjonale fondsstrukturer .....	113
9.5.2	Norske fondsstrukturer .....	114
9.5.3	Kostnadssynergier .....	115
9.5.4	Virksomhetsetablering på Kanaløyene .....	115
9.5.5	Delkonklusjon .....	116
<b>9.6</b>	<b>Kapitaleffektivitet .....</b>	<b>117</b>
9.6.1	Behovet for kapitaleffektivitet .....	117
9.6.2	Kapitaleffektivitet i limited partnerships .....	118
9.6.3	Kapitaleffektivitet i norske strukturer .....	119
9.6.4	Delkonklusjon .....	120
<b>9.7</b>	<b>Merverdiavgift .....</b>	<b>121</b>
9.7.1	Moms - implikasjoner .....	121
9.7.2	Delkonklusjon .....	123
<b>9.8</b>	<b>Hemmelighold .....</b>	<b>123</b>
9.8.1	Hemmelighold på Kanaløyene .....	123
9.8.2	Hemmelighold i Norge .....	125
9.8.3	Kanaløyene – et skatteparadis? .....	125
9.8.4	Problematiske aspekter ved hemmelighold .....	126
9.8.5	Delkonklusjon .....	126
<b>9.9</b>	<b>Omdømme .....</b>	<b>127</b>
9.9.1	Assosiasjoner til Kanaløyene .....	127
9.9.2	Omdømmeimplikasjoner i private equity .....	127
9.9.3	Endinger i bransjen - omdømmedrevet? .....	128
9.9.4	Delkonklusjon .....	130

---

9.10	Konklusjon intervjuanalyse .....	131
10.	Overordnet oppsummering og konklusjon .....	133
10.1	Avhandlingens overordnede oppsummering .....	133
10.2	Konklusjon .....	135
10.3	Avhandlingens svakheter .....	136
11.	Vedlegg .....	138
11.1	Semi-strukturert intervjuguide .....	138
12.	Litteraturliste .....	142

# 1. Innledning

## 1.1 Motivasjon

Private equity er en fellesbetegnelse på flere investeringsformer som minst har én ting til felles: kapital investeres i unoterte selskaper som utvikles over en viss tidsperiode. Private equity tar form som alt fra mindre investeringer i oppstartbedrifter til oppkjøp av store etablerte selskaper. Det er en betydelig risiko for at investeringene blir ulønnsomme, særlig i unge selskaper. Private equity omtales derfor ofte som risikokapital.

Forskning viser at tilgang på risikokapital er en viktig forutsetning for vekst og utvikling.<sup>1</sup> Videre har det blitt påvist at verdiskapningsveksten i selskaper eid av private equity-fond er sterkere enn i selskaper med andre eiertyper.<sup>2</sup> Det finnes per første halvår 2014 så mye som 46 rådgivningsmiljøer i den norske private equity-bransjen, og disse forvalter til sammen 107 private equity-fond. I løpet av første halvår 2014 ble det hentet inn over 14 milliarder kroner til norske fond. Norske private equity-fond har eierskap i mer enn 750 virksomheter, hvorav majoriteten er norske. Selskapene fondene er investert i sysselsetter per i dag over 70 000 mennesker i norsk næringsliv. Likevel er private equity-bransjen relativt ukjent for ”folk flest”.

Private equity har fått økt omtale i media de siste årene, men ikke i relasjon til de ovennevnte forhold. I januar 2011 publiserte flere av de største norske avisene artikler som omtalte at det statligeide investeringsselskapet Argentum hadde investert milliarder i fond lokalisert i skatteparadis.<sup>3</sup> Skatteparadisene det ble referert til var Kanaløyene, det vil si øyene Guernsey og Jersey i den engelske kanal. Mange av fondene det ble siktet til var private equity-fond. Med overskriften ”Norske helsekroner til skatteparadis” omtalte Bergens Tidende det norske private equity-selskapet FSN Capital og dets investering i Teres-gruppen, en sammenslutning av en rekke norske private sykehus og klinikker. Det ble påpekt at private equity-fondet var lokalisert i skatteparadiset Jersey. Påfølgende dag, i en kommentar

---

<sup>1</sup> Hentet fra ”The Economic and Social impact of Private Equity in Europe” (Strömberg, 2009)

<sup>2</sup> Hentet fra ”Hvem eier Norge?” (Grünfeld & Jakobsen, 2006)

<sup>3</sup> Hentet fra ”Statlig selskap investerer i skatteparadis” (Rugland, 2009) og ” Statseid selskap har milliarder i skatteparadis” (Landre, Haugan, & Tjersland, 2011)

---

på lederplass, ble det uttalt at: ”Det er absurd at helseforetak indirekte støtter sykehuseiere som skjuler seg i skatteparadis, for ikke å bli belastet med kildeskatt i Norge”.<sup>4</sup>

Et økende fokus på skatteproblematikk er forenelig med nylige estimater på omfanget av unndragelser og skattekriminalitet. På verdensbasis estimeres det at 130 000 milliarder kroner gjemmes bort i skatteparadiser og unndras beskatning.<sup>5</sup> Årlige norske skatteunndragelser er estimert til 136 milliarder kroner.<sup>6</sup> Til sammenligning var årets budsjett for det norske Helse- og omsorgsdepartementet på 131 milliarder.<sup>7</sup> I mange internasjonale fora, blant annet G20, OECD og EU, så vel som i media, har skatteplanlegging blitt et viktig tema. Etter finanskrisen har de fleste land i forsterket grad blitt oppmerksomme på betydningen av å beskytte egne skattefundamenter for å kunne verne om viktige velferdsordninger. I den sammenheng er det naturlig at også private equity-bransjens lokalisering av fond i skatteparadiser har kommet under lupen, både internasjonalt og i Norge.

Et spørsmål som reiser seg er *hvorfor* norske private equity-fond lokaliseres i skatteparadiser, slik som Kanaløyene. Oppfatningene er delte. I flere norske aviser blir det insinuert at fondene lokaliseres i disse jurisdiksjonene fordi de har gunstige skatteforhold og strenge sekretesseregler. En generell oppfatning, som vist i utsagnet hentet fra Bergens Tidende, er at lokalisering av fond på Kanaløyene sparer investorene for kildeskatt. Det norske private equity-selskapet FSN Capital uttaler at Kanaløyene velges for å unngå dobbeltbeskatning av investorene.<sup>8</sup> Administrerende direktør i Argentum, Joachim Høegh-Krohn, uttaler at fondene er plassert på Kanaløyene for å tiltrekke seg internasjonale investorer.<sup>9</sup>

I 2012 utalte det svenske private equity-selskapet EQT, et av de største private equity-selskapene i Europa og med internasjonal investorbase, at det ville ut av skatteparadiser.<sup>10</sup> Nye fond ville i følge EQT ikke opprettes på Kanaløyene og grunnen ble angitt til å være at selskapet ønsket å ”gå foran og vise åpenhet”.<sup>11</sup> På lik linje med medias omtale av private

---

<sup>4</sup> Hentet fra ”Helse i skatteparadis” (Bergens Tidende, 2009)

<sup>5</sup> Hentet fra ”The Price of Offshore Revisited: Press Release” (Tax Justice Network, 2012)

<sup>6</sup> Hentet fra ”Trusselvurdering – økonomisk kriminalitet og miljøkriminalitet” (Økokrim, 2013-2014)

<sup>7</sup> Hentet fra ”Alt om helsebudsjettet” (Helseinfo, 2014)

<sup>8</sup> Uttalt i ”Helsekronene går ikke til «skatteparadis»” (Strand-Nielsen & Lisæth, 2010)

<sup>9</sup> Hentet fra ”Statseid selskap har milliarder i skatteparadiser” (Landre, Haugan, & Tjersland, 2011)

<sup>10</sup> Hentet fra ”Villig til å ofre skatteparadis” (Trumpy, 2014)

<sup>11</sup> Hentet fra ”Oppkjøpsfond vil ofre skatteparadis” (Johansen, 2014)

---

equity-bransjen signaliserer EQT sitt valg og tilhørende uttalelser at en tilstedeværelse på Kanaløyene kan forbindes med hemmelighold.

På bakgrunn av ulike fremstillinger og oppfatninger vil vi i denne avhandlingen gå nærmere inn på problemstillingen:

*”Hvorfor lokaliseres norske private equity-fond på Kanaløyene?”*

Vi vil redegjøre for hva som menes med både private equity og skatteparadiser. Videre skal vi gjennomgå beskatningen av norske private equity-fond og se på litteratur som kan belyse spørsmålet vi ønsker å besvare. Til slutt skal vi presentere hvordan noen av de største rådgivningsmiljøene i den norske private equity-bransjen forholder seg til litteratur og påstander, og hvordan de selv forklarer valget av sine fondsjurisdiksjoner.

## 1.2 Avhandlingens oppbygning

Denne avhandlingen har et todelt formål. For det første ønsker vi å gi leseren en innføring i private equity og en forståelse av hvordan norske private equity-fond organiseres. Slik forståelse danner bakteppet for å kunne besvare avhandlingens problemstilling. Avhandlingens andre og viktigste delformål er å gjennomføre analyse som konkretiserer mulige hensyn ved valg av fondsjurisdiksjon og vurderer hvilke av hensynene som oppfattes som *reelle* drivere for lokalisering av norske private equity-fond. Dette gjøres på grunnlag av avhandlingens løpende funn og gjennomførte dybdeintervjuer med PE-fondenes beslutningstakere.

For at avhandlingens struktur best skal tjene forskningsformålet, ser vi det som lite hensiktsmessig å benytte en tradisjonell samfunnsvitenskapelig oppbygning.<sup>12</sup> En ”teori-metode-analyse”-oppbygning er hyppig brukt til å besvare ulike forskningsspørsmål, og medfører i mange tilfeller en logisk resonneringsrekke som i enden leder frem til en konklusjon. Da denne avhandlingen har til hensikt å både være av opplysende og gjennomgående analytisk karakter, vil det være flere forhold som peker mot en mer skreddersydd løsning enn det som er gjennomførbart med et tradisjonelt oppsett.

---

<sup>12</sup> Vurdering basert på informasjon hentet fra ”Struktur” (Søk og skriv, 2014)

Den største forskjellen mellom denne avhandlingens struktur og en såkalt tradisjonell oppbygging, er et mindre distinkt skille mellom teori og analyse. Avhandlingen vil i stedet bygges opp av en resonneringsrekkefølge som i større grad følger tematiske linjer, og hvor teori og analyse tillates å flyte noe over i hverandre. Det vil også foreligge delkonklusjoner for temaer og kapitler der det er nødvendig. Avhandlingens oppbygning begrunnes med at leseren lettere skal kunne følge veien frem mot utformingen av aktuelle hensyn og identifisering av reelle drivere ved valg av fondsjurisdiksjon i kapittel 8 og 9. De tematiske linjene og deres skille mellom teoretiske og analytiske elementer er som følger:

	TEORI: Private Equity	Skatteparadiser	Skatt	Litteratur	ANALYSE: Hensyn og drivere
<b>Kapittel</b>	2. Private equity  3. Selskapsformer for norske PE-fond	4. Skatteparadiser	5. Skatterettslig rammeverk for norske PE-fond	6. Hensyn ved valg av fondsjurisdiksjon – litteratur	8. Sammenfatning av hensyn ved valg av fondsjurisdiksjon  9. Reelle drivere ved valg av fondsjurisdiksjon - intervjuanalyse
<b>Teorielement</b>	Private equity og selskapsformer	Skatteparadiser	Relevante skatteregler	Litteratur	
<b>Analyseelement</b>		Problematisering av bruk av skatteparadiser som fondsjurisdiksjon	Skattekjeden i PE og implikasjoner for bruk av skatteparadiser	Drøfting av hensynenes relevans for avhandlingens problemstilling	Sammenfatning av mulige hensyn og fremstilling av reelle drivere gjennom intervjuanalyse

Tabell 1: Oversikt over avhandlingens inndeling

De rent teoretiske og analytiske kapitlene er markert med stiplede linjer. De øvrige kapitlene består både av analyse- og teorielementer. Vi ønsker imidlertid å gjøre leseren oppmerksom på at det i visse tilfeller henvises til intervjuer (intervjuer gjennomført av forfatterne selv) også i de ”rene” teorielementene. Som et eksempel tar første del av avhandlingen for seg emnet private equity og hvordan norske private equity-fond typisk organiseres. Ettersom det foreligger svært lite akademisk teori om organisering av norske PE-fond, vil det etter vår mening være fordelaktig at eksisterende teori (i form av sekundærkilder) suppleres med de opplysninger som fremkommer i intervjuer (primærkilder).

### 1.3 Avhandlingens avgrensinger

I denne avhandlingen har vi valgt å fokusere på private equity-bransjen. Analyser og diskusjoner kan ikke automatisk overføres til andre bransjer. Dette gjelder blant annet

diskusjoner rundt bruk av skatteparadiser. Videre fokuserer avhandlingen på norske PE-fond som lokaliseres på Kanaløyene. Norske PE-fond lokalisert i Norge, og tilhørende rådgivningsmiljøers betraktninger rundt valg av Norge som fondsjurisdiksjon, utgjør dermed ikke en del av avhandlingen. Til slutt har avhandlingen som formål å fokusere på praktiske aspekter ved valg av fondsjurisdiksjon. Avhandlingen avgrenses derfor mot utredninger som omfatter samtlige juridiske og regulatoriske forhold i aktuelle fondsjurisdiksjoner. Kun praktisk relevante forhold tilknyttet valget mellom Norge og Kanaløyene vil fremkomme i denne avhandlingen.

## 2. Private equity

Vi vil i dette kapitlet redegjøre for hva som menes med private equity både fra eksternt og internt perspektiv. Dette innebærer at vi vil se på private equity som finansieringskilde i kapitalmarkedet, men også på spesifikke kjennetegn for private equity som investeringsklasse. Vi skal videre gjennomgå hvordan private equity-fond typisk organiseres, etableres og driftes. Til slutt skal vi kort redegjøre for den norske private equity-bransjens utvikling og internasjonalisering.

### 2.1 Kapitalmarkedet

Selskaper er avhengige av kapital for å kunne gjøre investeringer som opprettholder eller videreutvikler driften. Tilgang på kapital oppnås gjennom kapitalmarkedet. Norges Bank beskriver kapitalmarkedet som en ”samlebetegnelse på flere ulike markeder for omsetning av verdipapirer, valuta og derivater”.<sup>13</sup> Dersom kapitalmarkedet er velfungerende, vil kapital effektivt allokere til de investeringsobjektene som har størst lønnsomhet i forhold til risiko. Kapitalmarkedet kan sies å ha to hovedfunksjoner i økonomien; bidra til allokering av ressurser over tid og omfordele risiko.<sup>14</sup> Allokering og omfordeling foregår i prinsippet ved at markedsdeltakerne utsteder og handler med ulike finansielle instrumenter.

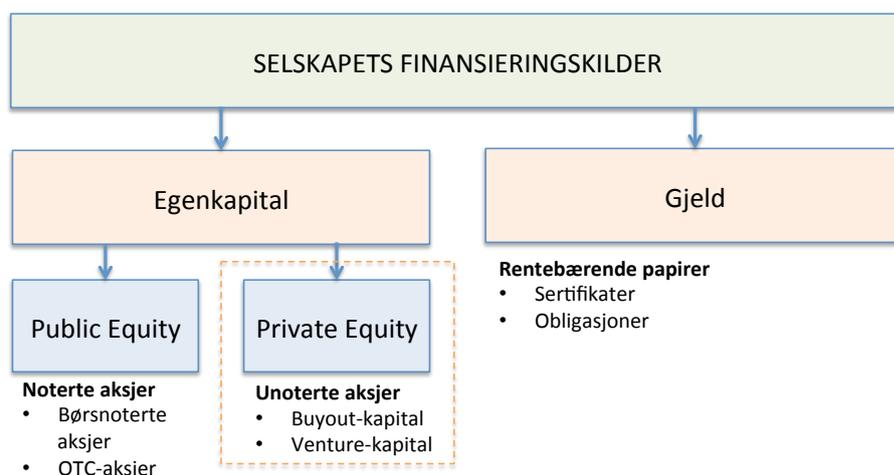
#### 2.1.1 Selskapets finansieringskilder: kapitalstruktur

Et selskap kan hovedsakelig benytte to finansieringskilder; egenkapital og gjeld. Hvor mye egenkapital og gjeld som benyttes ved finansiering av selskapets eiendeler, omtales som selskapets kapitalstruktur. Figur 1 viser eksempler på underkategorier innenfor de ovennevnte finansieringskildene. I likhet med andre tradisjonelle markeder består kapitalmarkedet av tilbud og etterspørsel. Dermed vil underkategoriene være finansieringskilder for noen selskaper, samtidig som de representerer plasseringsmuligheter for andre.

---

<sup>13</sup> Hentet fra ”Norske finansmarkeder – pengepolitikk og finansiell stabilitet” (Norges Bank, 2004)

<sup>14</sup> Hentet fra ”Best i test?” (Nærings- og Fiskeridepartementet, 2001)



Figur 1: Selskapets finansieringskilder, kilde: (Kjærnes, 2006)

### 2.1.1.1 Gjeld

Et selskap som benytter gjeldsfinansiering utsteder ulike rentebærende papirer, som for eksempel sertifikater og obligasjoner. Det er to hovedtrekk ved å benytte gjeld som finansiering. For det første vil kreditorer ha førsterett på selskapets kapitalstrømmer. Dette innebærer at rentekostnader og avdrag på gjeld alltid prioriteres før overskudd kan distribueres til egenkapitalinvestorene eller reinvesteres i driften. For det andre behandles gjeld og egenkapital ulikt skattemessig. Et selskap får skattefradrag for sine gjeldsrenter (rentefradrag), og innebærer en skattefordel sammenliknet med egenkapital. På den annen side vil økt gjeldsfinansiering bidra til økt konkursrisiko for selskapet. Valg av gjeldsgrad vil derfor avhenge av en avveining mellom fordelene og ulempene gjeldsfinansiering medfører.

### 2.1.1.2 Egenkapital

Et selskaps egenkapital skaffes til veie ved innskudd av ny kapital, eller ved at overskudd holdes tilbake i selskapet. Innskudd av ny kapital kan komme fra nye eller eksisterende eiere i selskapet. Disse kan både være institusjonelle og private.

Egenkapital kan deles inn i "public equity" og "private equity", som vist i figur 1. Public equity er det vi tradisjonelt kjenner som børsnoterte (noterte) aksjer, mens private equity er ikke-børsnoterte (unoterte) aksjer. Noterte aksjer er tilgjengelig og omsettelig på børs, og aksjeeierne kan erverve og avhende aksjer etter eget ønske. De fleste eiere av børsnoterte aksjer er passive. Dette betyr at de ikke direkte involveres i selskapets utvikling, men selger sine aksjer dersom investerte midler ikke lenger medfører rimelig meravkastning. Børsnoterte aksjer blir således et spekulativt finansielt instrument. Denne avhandlingen går

nærmere inn på private equity, og i det følgende fokuseres det derfor på denne formen for egenkapitalfinansiering/plassering.

## 2.2 Begrepsavklaringer og definisjoner

### 2.2.1 Private equity – hva er det?

Private equity (heretter PE) er investeringer i selskaper som ikke er børsnoterte eller som ønskes tatt av børs (herav ”private”). Det kan være flere grunner til at det ikke er hensiktsmessig eller mulig å omsette et selskaps aksjer på børs. Et eksempel er at det i noen tilfeller vil være vanskelig å verdsette det aktuelle selskapet. Dette kan skyldes at selskapet er ungt eller står ovenfor restrukturering. Det kan også være vanskelig å skape allmenn eierinteresse for et selskap, dersom det ikke er av tilstrekkelig verdi.<sup>15</sup>

I noen sammenhenger er det ønskelig eller behov for at selskapets investorer ikke forholder seg passive, men er eiermessig involvert i drift og utvikling. Et aktivt eierskap vil i mange tilfeller virke verdistimulerende og vekstfremmende på selskapet. Investeringer som gjøres i PE organiseres ofte gjennom såkalte PE-fond.

### 2.2.2 Fondsbegrepet

Begrepet ”fond” blir i sin aller videste form brukt om kapital som settes til side for ulike formål. I dagligtalen benyttes begrepet ofte om ulike kollektive investeringer i en mer eller mindre forhåndsdefinert aktivaportefølje.<sup>16</sup> Begrepet sikter seg til alt fra veldedighetsfond til ulike typer verdipapirfond, som for eksempel aksjefond. I denne avhandlingen ser vi nærmere på PE-fond og hvilke hensyn som gjør seg gjeldende ved valg av fondsjurisdiksjon. Det blir derfor nødvendig å forstå hva som karakteriserer denne formen for fond.

### 2.2.3 PE-fond

Finansdepartementet definerer PE-fond som:

”en gruppe kollektive investeringsstrukturer som investerer kapital i selskaper, omtalt som porteføljeselskaper. Porteføljeselskapene er som oftest ikke børsnotert. Aktiviteten

---

<sup>15</sup> Hentet fra ”Betydningen av private equity fra et samfunnsmessig ståsted” (Kjærnes, 2006)

<sup>16</sup> Hentet fra ”Private equity fond og verdipapirfond – noen sammenlignende betraktninger” (Kvalheim and Lund, 2006)

---

kjennetegnes ved at det aktive eierfondet søker å få betydelig innflytelse eller kontroll over porteføljeselskapene.”

På norsk omtales ofte PE-fond som ”aktive eierfond”. Et aktivt eierskap skiller PE-fond fra de aller fleste andre kollektive investeringsformer, som for eksempel aksjefond. Investeringer i PE-fond omtales etter norsk lov som en *alternativ investeringsform*, som også inkluderer en rekke andre investeringsformer, blant annet eiendomsfond, infrastrukturfond og hedgefond.<sup>17</sup>

Metrick og Yazuda karakteriserer PE-fond som (1) et finansielt mellomledd, som innebærer at investorenes kapital samles før det gjøres direkteinvesteringer i (2) private selskaper. Dette medfører at selskapene ikke umiddelbart kan omsettes på børs etter oppkjøp. (3) Et PE-fond har en aktiv rolle ved å overvåke og hjelpe porteføljeselskapene og (4) et PE-fonds hovedmål er å maksimere finansiell avkastning gjennom videresalg eller børsnotering av porteføljeselskapene.<sup>18</sup>

Det er ikke uvanlig at PE-fond forveksles med andre alternative investeringsformer. Dette skyldes at svært ulike fond kan fremstå som like utad. Eksempelvis vil noen typer hedgefond, i likhet med noen PE-fond, erverve majoritetsposter i sine investeringselskaper. Hedgefond skiller seg likevel fra slike PE-fond på mange områder. Et PE-fond vil for eksempel ikke ha en investeringsstrategi som inneholder kortsiktige og spekulative investeringer, noe som forekommer i hedgefond.<sup>19</sup> Slike forskjeller gjør det viktig med en gjennomgang av spesifikke forhold som kjennetegner PE-fond, hvilket vi vil komme nærmere tilbake til i det følgende.

### *2.2.3.1 Definisjon av norske PE-fond*

Denne avhandlingen omhandler valg av jurisdiksjon ved etablering av *norske PE-fond*. Vi velger å definere et norsk PE-fond som et ”PE-fond initiert og etablert av et norsk rådgivingselskap”. Dette betyr at PE-fondet kan ligge innenfor eller utenfor Norge, så lenge rådgivingselskapet er norsk.

---

<sup>17</sup> Hentet fra ”Prop. 77 L: Lov om forvaltning av alternative investeringsfond” (Finansdepartementet, 2013-2014)

<sup>18</sup> Hentet fra ”Venture Capital and Other Private Equity: a Survey” (Metrick and Yasuda, 2011)

<sup>19</sup> Hentet fra ”Rettslige rammer for private equity-bransjen i Norge” (Hammerich, 2011)

## 2.3 Variasjoner av PE

### 2.3.1 Ulike PE-investeringer

Når PE omtales i litteratur eller media, er det ofte investeringer i PE-fond det refereres til. PE-investeringer kan imidlertid organiseres gjennom flere investeringsformer<sup>20</sup>, avhengig av antall finansielle ledd som ligger mellom primærinvestor og endelig investeringsobjekt (porteføljeselskap). Slike investeringsformer er:

1. Direkteinvesteringer i PE
2. Investeringer i PE-fond
3. Investeringer i PE fond-i-fond

Under følger en kort forklaring av de tre investeringsformene:

1) Ved *direkteinvesteringer i PE* kjøper investor andeler av selskapers egenkapital. Investeringene gjøres direkte i unoterte selskaper eller selskaper som ønskes privatisert. Det vil ikke foreligge et finansielt mellomledd mellom investor og endelig investeringsobjekt (det aktuelle selskapet). Slike investeringer er ressurskrevende. For det første må investor besitte mye kapital for å kunne oppnå samme diversifisering som kan oppnås ved investeringer gjennom PE-fond. For det andre krever direkteinvesteringer nok kunnskap til å kunne ta veloverveide investeringsbeslutninger og til å følge opp investeringene. Et eksempel på investorer som investerer direkte i PE er såkalte *angel investors*. Dette er typisk bemidlede privatpersoner som er villige til å investere i oppstartbedrifter, og til å ta den risikoen dette medfører.

2) Et *PE-fond* er et finansielt mellomledd. Flere investorers kapital samles i fondet og allokeres mellom investeringsobjektene (porteføljeselskaper). I stedet for å investere direkte i ulike selskaper, kjøper investorene andeler i fondet. Disse kalles derfor for *andelseiere*. Andelseierne i et PE-fond består normalt av et relativt lavt antall institusjonelle og profesjonelle investorer, ofte i form av livsforsikringsselskaper, pensjonskasser, banker og større foretak og av andre fond.<sup>21</sup> Ved å investere i PE-fond oppnår investorene diversifisering ettersom fondet har tilstrekkelig kapital til å kunne investere i en rekke porteføljeskaper. Som investor i PE-fond vil en i tillegg unngå krav til dybdekunnskap om

---

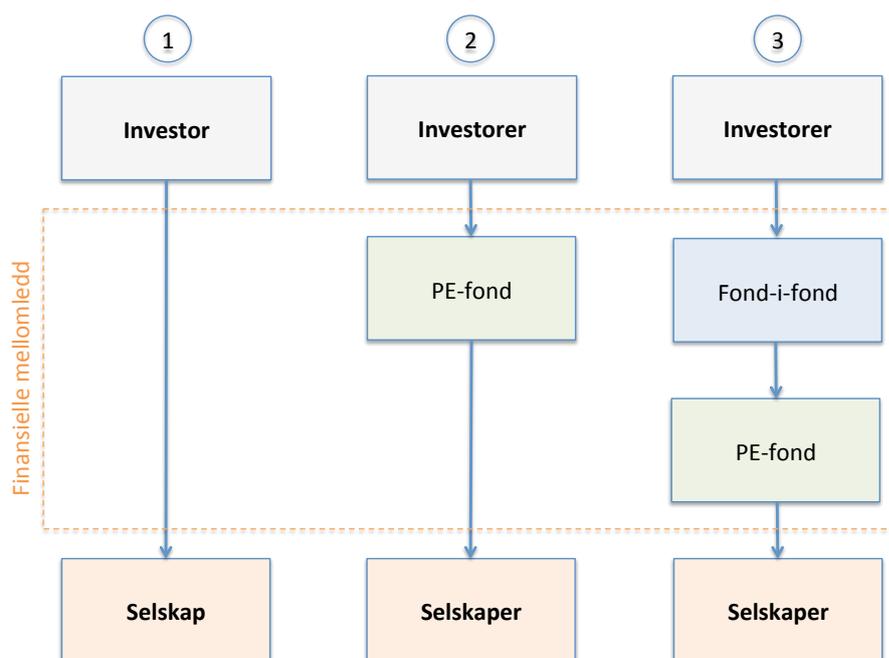
<sup>20</sup> Hentet fra "Why and How to Invest in Private Equity" (Bance, 2004)

<sup>21</sup> Hentet fra leder i tidsskriftet Praktisk økonomi & finans (Boye & Svarva, 2006)

investeringsmuligheter og hvordan investeringene burde følges opp i eierskapsperioden. Forvaltningen av PE-fond utføres i stedet av profesjonelle fondsforvaltere. Investorer i PE-fond må imidlertid besitte kunnskap om hvordan en skal velge de rette forvalterne.

3) *Fond-i-fond* er fond som ikke investerer direkte i porteføljeselskaper, men i forskjellige PE-fond. *Fond-i-fond* spesialisere seg på å velge ut attraktive fondsforvaltere og ikke potensielle porteføljeselskaper. En investor i et *fond-i-fond* vil derfor få tilgang på nødvendig kompetanse for valg av de rette forvalterne. Samtidig vil investert kapital spres ut på en rekke fond (og derigjennom et betydelig antall porteføljeselskaper). Risikoen tilknyttet investeringen vil da reduseres gjennom betydelig diversifisering.<sup>22</sup> Det foreligger to finansielle ledd mellom primærinvestorene og porteføljeselskapene ved investering i *fond-i-fond*; et PE-fond og et *fond-i-fond*.

De tre investeringsformene er illustrert i figur 2:



Figur 2: Ulike PE-investeringer

Denne avhandlingen omhandler i hovedsak investeringer i PE-fond. Vi kommer derfor til å fokusere på investeringsform 2 i figuren over.

<sup>22</sup> Hentet fra "Betydningen av private equity fra et samfunnmessig ståsted", s. 15 (Kjærnes, 2006)

### **2.3.2 Ulike investeringsstrategier<sup>23</sup>**

Generelt investerer PE-fond i selskaper med stort vekst- og utviklingspotensial. Det benyttes imidlertid ulike investeringsstrategier avhengig av hvor i livssyklusen fondets porteføljeskaper befinner seg. Hver fase av et selskaps livssyklus forbindes med en viss risikoprofil, og krever spisskompetanse av forvalterne. Det skilles som regel mellom minst tre finansieringsfaser i et selskaps livssyklus; venturekapital, vekst/utviklingsinvesteringer og buyout.

#### ***2.3.2.1 Venturekapital***

Med venturekapital menes som regel investeringer i minoritetsposter i unge selskaper med ingen eller begrensede inntekter. Ofte har disse selskapene negativ kontantstrøm ved investeringstidspunktet. Venturekapital kan videre deles inn i underkategoriene såkorn, tidligfase og senfase. Såkorn kan eksempelvis innebære investeringer ved selskapsetablering, tidligfase kan referere til kapital som investeres for å utvikle selskapets første produkt og senfase kan for eksempel knytte seg til investeringer i forbindelse med kommersialiseringen av selskapets første produkter. Tilførsel av kapital kan derfor være helt avgjørende for om selskapene får videreutviklet og kommersialisert sin forretningsvirksomhet- og idé.

Venturekapital fokuserer på innovative selskaper i oppstartsfasen heller enn modne selskaper og industrier. Det vil derfor hovedsakelig være de ansatte, og deres kompetanse, som utgjør verdien i selskapene. Ettersom kommersialiseringspotensialet til teknologien, konseptet eller produktet enda ikke har materialisert seg, innebærer investeringer i venturekapital betydelig risiko for at porteføljeselskapene mislykkes. Derfor investerer venturekapital-fond normalt i minoritetsposter i mange selskaper. En mislykket investering kan medføre fullstendig tap, men et vellykket utfall kan til gjengjeld gi svært høy avkastning på investeringen.

#### ***2.3.2.2 Vekst-/utviklingsinvesteringer***

Med vekstkapital menes egenkapitalinvesteringer, som regel minoritetsinvesteringer, i relativt modne selskaper som søker kapital til et bestemt formål. Formålet kan eksempelvis være behov for å utvide eller omstrukturere selskapet, gå inn i nye markeder eller finansiere et stort oppkjøp. Også for disse selskapene kan tilførsel av kapital være avgjørende for om selskapene får realisert sitt potensiale.

---

<sup>23</sup> Dette delkapittelet er basert på "An Introduction to Private Equity" (Pictet Alternative Advisors SA, 2014) og "Rettslige rammer for private equity-bransjen i Norge" (Hammerich, 2011) hvis ikke annet er oppgitt

### 2.3.2.3 Buyout

Buyout-investeringer innebærer som regel oppkjøp av majoritetsandel i et unotert selskap, eller et notert selskap som tas av børs. Hensikten er å kunne utøve kontroll eller innflytelse over selskapet. I motsetning til ved venture- og vekstinvesteringer, gjøres buyout-oppkjøp som regel i kombinasjon med lån. Buyout-investeringer klassifiseres ofte i transaksjonsklasser, i henhold til størrelsen på porteføljeselskapene.

Til forskjell fra venture- og vekstinvesteringer vil buyout-fond vanligvis investere i modne selskaper med sterk markedsposisjon. Sammen med selskapets ledelse utvikler forvalterne av buyout-fondet en forretningsplan som skal videreutvikle selskapet. Denne planen kan for eksempel omfatte omorganisering av det eksisterende selskapet og/eller oppkjøp av mindre selskaper for å skape et større konsern. Forvalterne i buyout-fondet vil være støttespillere for selskapets ledelse under iverksettelse av forretningsplanen, eksempelvis ved forhandling av gjeldsfinansiering og effektiv konsolidering av virksomheten. Forretningsplanen kan også omfatte salg av eiendeler og utskillelse av ulønnsomme avdelinger. Forretningsstrategien for buyout-fond er generelt å tilføre selskapene verdi gjennom aktivt eierskap over en tidsperiode, for så å selge selskapet når signifikant verdi er skapt.

### 2.3.3 Begrepsavklaring

Begrepsbruken rundt PE er verken entydig i Norge eller på tvers av land. På engelsk brukes private equity gjerne som en samlebetegnelse på fondsinvesteringer i unoterte aksjer.<sup>24</sup> I Norge brukes imidlertid PE-begrepet stadig i tilknytning til buyout-fond (BO-fond) som et motstykke til venturefond (VC-fond).

Mange hevder at det er store forskjeller mellom fond som bedriver ulike investeringsstrategier. Argentum<sup>25</sup> påpeker blant annet at VC og BO er de viktigste undergruppene av PE, men at de har lite til felles bortsett fra å dele modellen med aktivt eierskap og en fondsstruktur. Et annet fellestrekk for ulike investeringsstrategier er at formålet med investeringene hovedsakelig er å skape høyest mulig avkastning på PE-fondets kapital.<sup>26</sup>

<sup>24</sup> Hentet fra "En generell introduksjon til venture capital og private equity" (Worsøe, 2006)

<sup>25</sup> Hentet fra "Private equity som en aktivaklasse" (Argentum, 2014)

<sup>26</sup> Hentet fra "Rettslige rammer for private equity-bransjen i Norge" (Hammerich, 2011)

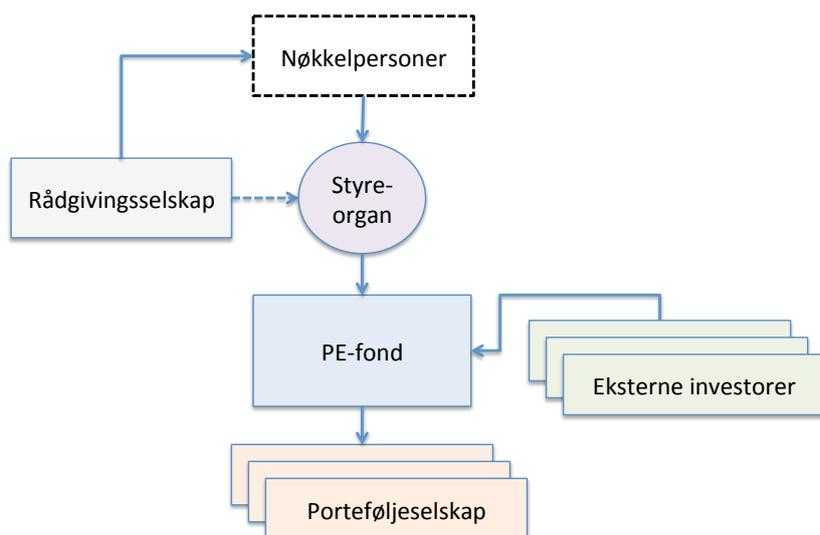
Denne avhandlingen tar for seg problematikk som gjør seg gjeldende for alle investeringsstrategier i PE. Vi ser det derfor som hensiktsmessig å definere PE som et samlende begrep. PE vil i det videre defineres som ”all kapital investert i selskaper som er, eller har til hensikt å gjøres til, unoterte selskaper”. PE er således et motstykke til public equity. Dersom vi senere sikter til en spesifikk type investeringsstrategi, vil dette spesifiseres.

## 2.4 Tradisjonell organisering, etablering og drift av PE-fond

Det finnes en rekke ulike PE-strukturer. Til tross for at strukturene ikke er identiske, finnes det likevel elementære likhetstrekk som gjør seg gjeldende for PE-bransjen som helhet. Vi vil i det følgende presentere en oversikt over hvordan PE-fond tradisjonelt organiseres, uavhengig av struktur som velges for fondet. Videre ser vi på hvordan et PE-fond typisk etableres og driftes. Formalia rundt spesifikke selskapsstrukturer for PE-fondet gjennomgås i kapittel 3.

### 2.4.1 Organisering

Under følger en forenklet figur som viser hovedprinsippene bak organiseringen av en ”PE-enhet”. Begrepet PE-enhet brukes i denne sammenheng om ”et PE-fond og de aktører som er tilknyttet fondet”:



Figur 3: Tradisjonell organisering av PE-fond

---

Figur 3 illustrerer at PE-enheten består av et PE-fond, dets investorer og porteføljeselskaper, samt et såkalt rådgivningsmiljø. Rådgivningsmiljøet består av et rådgiverselskap ("rådgivere") og fondets styreorgan ("forvaltere").

PE-fond organiseres slik at majoriteten av investorene er passive (heretter eksterne investorer). Disse tar ikke beslutninger om hvordan fondets kapital skal forvaltes og har et begrenset ansvar. Et begrenset ansvar innebærer at investorene kun hefter for kapitalen de selv har skutt inn i fondet. I så måte kan et slikt innskudd minne om en hver annen finansielle investering.

PE-fondet har ikke selv egne ansatte, men overvåkes av et styreorgan som tar beslutninger på styrenivå. Organet består gjerne av gründerne bak, eller andre ansatte i, rådgiverselskapet. I enkelte tilfeller vil styreorganet også bestå av eksterne personer med tilknytning til fondet.<sup>27</sup> I det videre brukes "nøkkelpersoner" som et samlede begrep på individene som sitter i fondets styre. Styreorganet opptre som PE-fondets ansikt utad og gjennomfører forvaltningsoppgaver. Forvaltning handler hovedsakelig om å ta investerings- og realiseringsbeslutninger på vegne av fondet. Styreorganet mottar i den forbindelse rådgivning fra rådgivingselskapet. Styreorganet hefter for PE-fondets gjeld og har derfor det vi kaller et ubegrenset ansvar. Det er vanlig at styreorganet er er hjemmehørende i samme land som PE-fondet.

#### **2.4.1.1 Begrepsavklaring**

Litteraturen benytter seg av forskjellige begreper tilknyttet PE-enheten. Ofte skilles det ikke mellom PE-fondets rådgivingselskap og styreorgan, det vil si fondets rådgivere og forvaltere. I stedet omtales rådgivingselskapet og styringsorganet ofte med samlebetegnelsen "rådgivningsmiljøet" eller "forvaltningsmiljøet". I det følgende vil vi benytte begrepet rådgivningsmiljø når vi omtaler både rådgivere og forvaltere, i de tilfellene disse rollene flyter over i hverandre. Dette gjelder blant annet fordi sentrale personer i rådgivingselskapet ofte er representert i fondets styreorgan. Dersom vi spesifikt sikter til aktørene i rådgivingselskapet vil disse omtales som rådgivere. Dersom vi spesifikt sikter til aktørene i styringsorganet vil disse omtales som forvaltere.

---

<sup>27</sup> Dette kan for eksempel sikte seg til administrators styreverv i et limited partnership som omtalt senere i avsnitt 3.1.1.1

## 2.4.2 Etablering

PE-fond etableres med en forhåndsbestemt levetid, normalt mellom 7-12 år,<sup>28</sup> og oppheves når levetiden er over. Det er imidlertid ikke uvanlig at flere fond opprettes løpende. Det er vanlig å reise et nytt fond når omtrent 70 prosent av kapitalen i det foregående fondet er investert i porteføljeselskaper.<sup>29</sup>

Etablering av PE-fond initieres normalt av profesjonelle aktører som har som virksomhet å yte tjenester til fondet.<sup>30</sup> Disse er gjerne gründerne bak, eller andre ansatte i, rådgivingselskapet. Initiativtakerne henvender seg til eksterne investorer for å kartlegge interesse for PE-fondet. Dersom tilbakemeldingen fra disse investorene er tilstrekkelig positiv, vil fondet etableres.<sup>31</sup>

Aktørene i rådgivningsmiljøet har ikke nødvendigvis ubegrensede mengder kapitalressurser. Disse besitter derimot andre viktige nøkkelressurser for den praktiske forvaltningen av fondet. Ressursene omfatter blant annet velutviklede prosedyrer og systemer for å identifisere aktuelle porteføljeselskaper og medvirke aktivt for å hente ut urealisert potensiale. Rådgivermiljøet oppnår gjerne dette gjennom styrerepresentasjon eller ved løpende rådgiving til porteføljeselskapene.<sup>32</sup>

### 2.4.2.1 De eksterne investorene

For å reise kapital til PE-fondet, henvender rådgivningsmiljøet seg som nevnt til eksterne investorer. Disse står for majoriteten av fondets kapitalinnskudd. En investor blir delaktig i et fond ved å tegne kommitert kapital. Kommitert kapital er maksimalbeløpet som totalt kan kalles inn fra investoren under fondets levetid.<sup>33</sup> Det vil typisk foreligge et relativt høyt krav til minstepregning i et PE-fond, noe som bidrar til å begrense hvilke investorer som har mulighet til å investere. PE-fond retter seg blant annet av denne grunn til et relativt lavt antall institusjonelle og profesjonelle investorer. Som tidligere nevnt er eksempler på slike investorer forsikringsselskaper, pensjonskasser, banker og fond-i-fond, men kan også være

---

<sup>28</sup> Hentet fra ” Prop. 77 L: Lov om forvaltning av alternative investeringsfond”, side 13, (Finansdepartementet, 2013-2014)

<sup>29</sup> Hentet fra ”Betydningen av private equity fra et samfunnsmessig ståsted” (Kjærnes, 2006)

<sup>30</sup> Hentet fra ”Rettslige rammer for private equity-bransjen i Norge” (Hammerich, 2011)

<sup>31</sup> Hentet fra dybdeintervju (Partner i advokatfirma, 2014)

<sup>32</sup> Hentet fra ”Om private equity” (Oslofinans n.d.)

<sup>33</sup> Hentet fra ”The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity” (Ljungqvist and Richardson, 2003)

---

formuende privatpersoner.<sup>34</sup> En typisk PE-investor anses generelt for å ha tilstrekkelig kapasitet og kunnskap til å foreta informerte investeringsbeslutninger. Ikke-profesjonelle investorer er imidlertid ikke fullstendig avskåret fra å investere i PE-fond, da det er mulig å omgå minstetegningskrav blant annet ved å investere i såkalte ”feederfond”. Feederfond vil, etter å ha samlet opp kapital fra flere små investorer, investere i (eller parallelt med) PE-fond som er etablert for institusjonelle investorer.

En annen grunn til at PE-fondenes investorer i hovedsak er profesjonelle og institusjonelle, er at investeringer i PE-fond kjennetegnes ved å være lite likvide. Investeringene i porteføljeselskaper er langsiktige, og investert kapital utbetales ikke til fondets investorer før investeringer i porteføljeselskapene realiseres. Investorene må derfor kunne binde sine midler over en lengre periode. Det er ikke mulig for investorene å innløse/omsette fondsandeler etter eget ønske, slik det er i et aksjefond.

Investorens kapital kalles normalt ikke inn som et engangsbetrag ved PE-fondets etablering, men i transjer etterhvert som fondet pådrar seg kostnader. Typisk oppstår slike kostnader løpende ved fondets investeringer i porteføljeselskaper. At kapital kalles inn i takt med PE-fondets investeringer, er en fordel for investorene. En slik ordning medfører at investorenes kapital ikke ligger ”død” i fondet i påvente av at investeringsmuligheter skal dukke opp. Forvalternes mulighet til innkallelse av kapital er under en hver omstendighet begrenset til investorenes ikke-innkalte kommitterte kapital.<sup>35</sup>

#### **2.4.2.2 Forvalternes investeringsrolle**

Det er vanlig at fondets eksterne investorer krever at også *forvalterne* investerer betydelige beløp i PE-fondet. Normalt vil dette investeringskravet ligge på rundt 1 prosent av fondets totale kapital.<sup>36</sup> Det foreligger likevel store variasjoner i prosentandel kapital som investeres. En årsak til slik variasjon er et økende investeringskrav fra de eksterne investorene. Dersom foregående PE-fond har gjort det bra og ført til høy avlønning hos forvalterne, vil det gjerne kreves at forvalterne investerer deler av denne avlønningen i neste fond som opprettes.<sup>37</sup> At forvalterne selv investerer i fondet gjør at disse er delaktige i tap så vel som i gevinst, og dermed er eksponert for risiko. Dette virker betryggende på de eksterne investorene, fordi

---

<sup>34</sup> Hentet fra ”Private equity fond og verdipapirfond – noen sammenlignende betraktninger” (Kvalheim and Lund, 2006)

<sup>35</sup> Hentet fra ”The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity”, s. 5 (Ljungqvist and Richardson, 2003)

<sup>36</sup> Hentet fra ”Venture Capital and the Finance of Innovation” (Metrick and Yasuda, 2011)

<sup>37</sup> Hentet fra dybdeintervju (Foss, 2014)

forvalternes og investorenes interesser i større grad blir sammenfallende.<sup>38</sup> Dermed vil investeringskravet redusere prinsipal-agent-problemet som oppstår når forvaltere handler på vegne av eksterne investorer. Forvalternes forpliktelser er en indikasjon på at de ikke er villig til å ta unødvendig risiko med PE-fondets midler.

### 2.4.3 Drift

Baker og Viksøy påpeker at PE-bransjens forretningsmodell kort fortalt dreier seg om å kjøpe, videreutvikle, og selge virksomheter med gevinst.<sup>39</sup> Metrick og Yasuda deler VC-aktiviteter inn i 3 hovedgrupper; *investering*, *overvåkning* og *realisering*.<sup>40</sup> Denne inndelingen kan også benyttes for andre typer PE-fond. I forrige avsnitt snakket vi om PE-fondets etablering og hvordan kapital tilkommer fondet. Kapitalen investeres deretter i porteføljeselskaper, som etter en gitt periode realiseres. I det følgende vil vi med utgangspunkt i Metrick og Yasudas inndeling kort beskrive hovedtrekkene ved de ulike aktivitetene som gjennomføres av rådgivningsmiljøet.

#### 2.4.3.1 Investering

Til å begynne med investerer PE-fondet i ulike porteføljeselskaper. Investeringene gjøres i tråd med en investeringsrådgivningsavtale som rådgivningsmiljøet må forholde seg til. Investeringsavtalen foreligger mellom rådgivningsmiljøet og fondet. Avtalen er et mandat som blant annet beskriver hvilke bransjer fondet kan investere i, geografisk fokus, krav til diversifisering og lignende.

Det er vanlig at rådgivningsselskapet overvåker et stort antall potensielle porteføljeselskaper. Blant investeringsmulighetene velges noen selskaper for grundigere gjennomgang. Et begrenset antall selskaper vil så motta et innledende tilbud ("preliminary offer"). Tilbudet gjøres gjennom et såkalt "term sheet" som blant annet inneholder foreslått verdsettelse av det aktuelle selskapet, type finansiering og foreslått andel som skal erverves av PE-fondet. Dersom betingelsene i term sheet godkjennes av det aktuelle porteføljeselskapet er det vanlig at PE-fondets rådgiverne gjennomfører en såkalt due dilligence.<sup>41</sup> Kort fortalt er dette en prosess som har til hensikt å gjennomgå alle aspekter ved det aktuelle porteføljeselskapet.

---

<sup>38</sup> Hentet fra "Private Equity Fund Formation", s. 5 (Naidech 2011) og "Rettslige rammer for private equity-bransjen i Norge" (Hammerich, 2011)

<sup>39</sup> Hentet fra "Private equity – strukturert metodikk for eksepsjonell verdiskapning" (Viksøy and Baker, 2006)

<sup>40</sup> Hentet fra "Venture Capital and the Finance of Innovation", s. 10 (Metrick and Yasuda, 2011)

<sup>41</sup> En finansiell due diligence blir vanligvis definert som en systematisk gjennomgang av en virksomhet for å identifisere risiko knyttet til virksomheten og som har betydning for transaksjonen (Magma, 2002)

Dersom fondets forvaltere finner resultatene fra gjennomgangen tilfredsstillende, vil partene forhandle frem endelige vilkår som statueres i en formell kontrakt mellom PE-fondets forvaltere og porteføljeselskapet. Denne undertegnes når avtale om kjøp inngås. Normalt investerer et PE-fond i mellom 15-25 porteføljeselskaper gjennom sin levetid.<sup>42</sup>

PE-fondene erverver et porteføljeselskap med formål om å eie selskapet en tidsavgrenset periode. Typisk eierperiode er på mellom 3-10 år<sup>43</sup>, men påvirkes av flere forhold. Blant annet vil fondets gjenstående levetid og investeringsstrategi ha noe å si for hvor lenge et selskap beholdes i porteføljen.

Forvalterne har typisk mulighet til å foreta investeringer i porteføljeselskaper i første halvdel av PE-fondets levetid. Denne perioden blir i litteraturen omtalt som *investeringsperioden*. Den gjenværende halvdelen settes av til oppfølgingsinvesteringer og til å realisere eksisterende porteføljeselskaper<sup>44</sup>, ofte omtalt som fondets *realiseringsperiode*. Det er videre vanlig at både investeringsperioden og realisasjonsperioden etter nærmere vilkår kan forlenges med to år hver, noe som øker fondets fleksibilitet.

### 2.4.3.2 Overvåking

Overvåking av fondet og dets porteføljeselskaper er en sentral aktivitet for rådgivningsmiljøet. Et aktivt eierskap kan innebære styrerepresentasjon, ofte ved styrelederskap, kontroll med fremdrift og utvikling, rådgivning og generell oppfølging av porteføljeselskapenes ledelse. Porteføljeselskapene erverves med mål om å forbedre alle sider av selskapets virksomhet i løpet av eierperioden. Eksempler på slike forbedringer er en bedret finansiell stilling, effektivisering av driften og videreutvikling av produkter.<sup>45</sup> Rådgivningsmiljøets oppgave blir å bistå i den daglige forvaltningen av selskapene og overvåke selskaper slik at investeringer oppnår best mulig avkastning ved realisering.

### 2.4.3.3 Realisering

Realisering av porteføljeselskaper er den siste hovedaktiviteten som utføres av rådgivningsmiljøet. Avhendelse skjer i størst utstrekning under PE-fondets realiseringsperiode. PE-fond er som tidligere nevnt finansielle mellomledd og benytter mekanismer for å tilbakeføre investerte midler til investorene gjennom såkalte *exit-*

---

<sup>42</sup> Hentet fra "Venture Capital and Other Private Equity: a Survey" (Metrick and Yasuda, 2011)

<sup>43</sup> Hentet fra "Rettslige rammer for private equity-bransjen i Norge" (Hammerich, 2011)

<sup>44</sup> Hentet fra "The Economics of Private Equity Funds" (Metrick and Yasuda, 2009)

<sup>45</sup> Hentet fra "Prop. 77 L: Lov om forvaltning av alternative investeringsfond" (Finansdepartementet, 2013-2014)

*strategier*. Realiseringsprosessen krever kunnskap og evner som skiller seg fra de som kreves ved investering og overvåkning, og gjennomføres derfor ofte i samråd med investeringsbanker. Realisering kan forekomme på ulike måter, men den mest lukrative realiseringsmåten har historisk vært børsnoteringer (IPOs)<sup>46</sup> med påfølgende salg av aksjer i det åpne marked. En kan også realisere investeringen ved å selge porteføljeselskapet til et annet investeringssselskap, for eksempel et annet PE-fond, eller gjennom salg til et annet selskap (for eksempel en konkurrent av porteføljeselskapet). Krav om realisering med tilhørende finansiell avkastning skiller PE-bransjen fra selskaper som gjennomfører strategiske oppkjøp.<sup>47</sup> Strategiske oppkjøp har andre investeringskrav enn PE-selskapene, da disse ikke nødvendigvis trenger å fokusere på exit-strategier, men heller på hvilke synergier som kan oppnås ved samdrift.

## 2.5 PE-selskapets avlønningsstruktur

### 2.5.1 Prestasjonsbasert avlønning

PE-fondets investorer består som nevnt av både eksterne investorer og fondets forvaltere. Ettersom forvalterne bidrar med en andel av fondets kapital (se avsnitt 2.4.2.2), innehar disse en todelt rolle. På den ene siden leverer de tjenester til fondet og bedriver forvaltningsaktiviteter som investering og realisering. På den andre siden opptre forvalterne som investorer gjennom innskuddskravet de eksterne investorene stiller for å pålegge forvalterne risikoeksponering. Denne strukturen gir grunnlag for en unik avlønningsstruktur innenfor PE-bransjen.

Overskuddet som oppnås ved realisering av porteføljeselskaper, fordeles på PE-enhetens aktører og distribueres ofte i en forhåndsbestemt rekkefølge ("*distribution waterfall*"). I hvilken rekkefølge distribusjonen forekommer og hvordan utdelingene beregnes, varierer fra fond til fond. Distribusjonsrekkefølgen for innskutt kapital og eventuelt overskudd påvirker forvalternes risiko. Dette følger av at forvalternes risiko øker dersom de står bak de eksterne investorene i distribusjonsrekkefølgen. Forenklet deles fondets distribusjon av kapital hovedsakelig inn fire trinn:<sup>48</sup>

---

<sup>46</sup> Hentet fra "Venture Capital and the Finance of Innovation" (Metrick and Yasuda, 2011)

<sup>47</sup> Hentet fra "Venture Capital and Other Private Equity: a Survey" (Metrick and Yasuda, 2011)

<sup>48</sup> Hentet fra "Rettslige rammer for private equity-bransjen i Norge" (Hammerich, 2011)

- 1) De eksterne investorene mottar et beløp tilsvarende innskutt kapital
- 2) Fondets forvaltere mottar et beløp tilsvarende innskutt kapital
- 3) De eksterne investorene mottar en forhåndsbestemt avkastning på sin kapital og deretter mottar forvalterne samme avkastning
- 4) Eventuell øvrig avkastning deles mellom eksterne investorer og forvaltere i et forhåndsbestemt forhold

Første trinn av distribusjonen vil typisk innebære at fondets eksterne investorer får tilbake kapitalen de har investert i fondet. Når denne kapitalen er distribuert får vanligvis forvalterne tilbake sin innskutte kapital, før ytterligere distribuering foretas. Videre mottar de eksterne investorene typisk en fastsatt minimumsavkastning på sine kapitalinnskudd. Denne raten betegnes som ”*hurdle rate*” (heretter hurdle) og er ofte på mellom 7-9 prosent.<sup>49</sup> Deretter mottar forvalterne den samme avkastningen på sin innskutte kapital. I noen tilfeller vil forvalteren og de eksterne investorene motta sin investerte kapital og/eller hurdle simultant.<sup>50</sup> Da vil forvalternes risiko reduseres fordi de i større grad likestilles med de eksterne investorene.

I neste trinn av distribusjonen tildeles PE-fondets forvaltere en særegen avlønning. Denne tilfaller ikke eksterne investorer. Avlønnen kalles for ”*carried interest*” (heretter suksesshonorar). Typisk settes suksesshonoraret til en gitt prosentsats av gjenværende overskudd etter øvrig utdeling, ofte til 20 prosent.<sup>51</sup> De eksterne investorene mottar da 80 prosent av gjenværende overskudd.

Fremstillingen over er noe forenklet. I enkelte fond foreligger det klausuler og avtaler mellom forvalterne og investorene som kompliserer bildet. Det er blant annet vanlig med en såkalt ”*catch-up*”-klausul i fondet. En slik klausul gir forvalterne rett til en større andel av avkastningen etter at minimumsavkastningen (hurdle) er utdelt. Det vanligste for fond som benytter seg av hurdle er å ha en 100 prosents *catch-up*. Dette betyr at forvalterne mottar alt øvrig overskudd frem til de har mottatt 20 prosent av fondets totale overskudd. Deretter vil gjenværende overskudd deles mellom fondets investorer og forvaltere med 20 prosent til forvalter og 80 prosent til eksterne investorer. Det foreligger en rekke variasjoner i utformingen av suksesshonoraret. De fleste variasjoner knytter seg til bruk av ulik prosentsats, men kan også knytte seg til bruk av ulik kapitalbase for beregning av honoraret.

<sup>49</sup> Hentet fra ”*Private Equity Fund Formation*”, s. 6 (Naidech, 2011)

<sup>50</sup> Hentet fra dybdeintervju (Fingarsen & Kvalum, 2014)

<sup>51</sup> Hentet fra ”*Venture Capital and the Finance of Innovation*” (Metrick and Yasuda, 2011)

---

## 2.5.2 Ikke-prestasjonsavhengig avlønning

### 2.5.2.1 Forvaltningshonoraret

Rådgivingselskapet inngår en avtale med PE-fondet som normalt gjelder gjennom hele fondets levetid.<sup>52</sup> Denne avtalen gir rådgivingselskapet rett på et årlig honorar som betaling for de rådgivningstjenestene som leverer til fondet. Dette honoraret omtales ofte som ”*management fee*” (heretter forvaltningshonorar). Forvaltningshonoraret kan være gjenstand for konkrete forhandlinger mellom rådgivingsmiljøet og de eksterne investorene, og størrelsen varierer mellom ulike investeringsstrategier i PE (se avsnitt 2.3.2) og øvrige markedsforhold.

I litteraturen er det vanlig å beskrive forvaltningshonoraret som en årlig fast prosent av kommitert kapital i fondet, ofte mellom 1,5-2,5 prosent. PE-investeringer er langsiktige og det kan ta mange år før investorene mottar avkastning på investert kapital. Kostnadene i et rådgivingselskap begynner derimot å løpe umiddelbart. Slike kostnader dreier seg blant annet om lønn til selskapets ansatte, kostnader tilknyttet due dilligence, og andre driftskostnader. Forvaltningshonoraret er ment å være en inntektsbase som dekker slike kostnader. Rådgivingselskapene i PE-miljøet tjente tidligere gode penger på forvaltningshonoraret ettersom honoraret oversteg reelle kostnader tilknyttet rådgivning. I dag opplever man mindre aksept (fra de eksterne investorene) for betydelig profittering på forvaltningshonorarer. Det har derfor vokst frem strengere krav til at rådgivingselskapet dokumenterer sine reelle kostnader.<sup>53</sup>

Fordi kostnadene tilknyttet rådgivning generelt sett er høyere i en intensiv investeringsperiode enn i realiseringsperioden, har det blitt vanlig med en fallende avlønningsplan. En slik plan kan for eksempel innebære at prosentsatsen for beregning av forvaltningshonoraret faller etter at investeringsperioden er avsluttet. Et annet alternativ er at beregningsgrunnlaget endres. Honoraret kan eksempelvis settes til en prosentandel av kommitert kapital i investeringsperioden, men beregnes på grunnlag av kostpris på gjenværende investeringer under realiseringsperioden (med et eventuelt tillegg av ikke-innkalt kommitert kapital).<sup>54</sup>

---

<sup>52</sup> Hentet fra ”Rettslige rammer for private equity-bransjen i Norge” (Hammerich, 2011)

<sup>53</sup> Hentet fra dybdeintervju (Partner i advokatfirma, 2014)

<sup>54</sup> Hentet fra ”Venture Capital and the Finance of Innovation” (Metrick & Yasuda, 2011) og ”The Economics of Private Equity Funds” (Metrick and Yasuda, 2009)

---

## 2.6 PE-bransjens utvikling i Norge<sup>55</sup>

Fra og med 1990-tallet og frem til dot.com-boblen sprakk i 2001, vokste det frem flere rådgivningsmiljøer i Norge. I løpet av samme periode oppnådde PE-bransjen stadig større nasjonal aksept. I etterkant av krisen i 2001 har norske PE-fond gjennomgått en fase preget av økt profesjonalisering og annerkjennelse fra ledende internasjonale investorer. Mange norske PE-fond har tiltrukket seg betydelige mengder internasjonal kapital.

Av de 46 aktive norske rådgivningsmiljøene finnes det per 2014 15 såkorn-miljøer, 20 VC-miljøer og 12 BO-miljøer.<sup>56</sup> Det er imidlertid BO-segmentet som reiser mest kapital. Mellom 1990 og første halvår av 2014 sto BO-segmentet for 66 prosent av kapitalinnhentingene i norsk PE-bransje. VC-segmentet sto for 30 prosent i den samme perioden, mens såkornsegmentet kun sto for 4 prosent. Dette står i sammenheng med at BO-segmentet reiser vesentlig mer internasjonal kapital, enn øvrige segmenter.

Den norske PE-bransjen er preget av at noen store aktører forvalter en betydelig andel av total kapital under forvaltning i norske PE-fond. Eksempelvis forvalter 7 rådgivningsmiljøer omtrent 70 % av total kapital under forvaltning.<sup>57</sup> Felles for disse miljøene er at de alle har lykket med å reise store fond (over 1,2 milliarder NOK) og at samtlige har lokalisert et eller flere fond på Kanaløyene. Dette illustrerer utvikling gjeldende for norsk PE-bransje som helhet; mange norske rådgivningsmiljøer har tilpasset fondslokaliseringene til den økte internasjonaliseringen av bransjen. Et eksempel på dette er det norske rådgivingselskapet HitecVision som opererer i BO-segmentet. Da selskapet etablerte sitt første PE-fond i 2002 ble dette opprettet som et AS i Norge, og var rettet mot norske investorer. Siden den gang har selskapet opprettet ytterligere fem fond, med en stadig økende andel internasjonale investorer.<sup>58</sup> I 2014 opprettet HitecVision et fond der hele 85 prosent av investorene er internasjonale. Både dette, og de øvrige aktive fondene til HitecVision, er i dag lokalisert på Kanaløyene. I et internasjonalt perspektiv opprettes PE-fond vanligvis med selskapsformen ”Limited Partnership”<sup>59</sup>, og i Europa er Kanaløyene Guernsey og Jersey hyppig brukt som fondsjurisdiksjoner.

---

<sup>55</sup> Dette avsnittet baserer seg på ”De aktive eierfondene i Norge” (Traaseth, 2014) hvis ikke annet er oppgitt

<sup>56</sup> Statistikk fra Menon, anskaffet gjennom personlig kommunikasjon med Knut Traaseth

<sup>57</sup> Alle tall på kapital under forvaltning av norske fond er hentet fra Argentums markedsdatabase og er konvertert fra millioner EUR til millioner NOK med en konservativ kurs på 8,00

<sup>58</sup> Hentet fra dybdeintervju (Lundby, 2014)

<sup>59</sup> Hentet fra ”Private Equity Fund Formation” (Naidech, 2011)

### 3. Selskapsformer for norske PE-fond

I forrige kapittel forklarte vi hva som menes med PE, både som finansieringskilde og forvaltningsvirksomhet. I slutten av kapittelet så vi på hvordan norsk PE-bransje har utviklet seg mot en internasjonal arena. Økt grad av internasjonalisering har ført til at mange norske rådgivingselskaper lokaliserer PE-fond på Kanaløyene. Vi skal i dette kapittelet presentere ulike selskapsformer, med utgangspunkt i at norske PE-fond kan velges etablert både i Norge og på Kanaløyene. Innsikt i ulike selskapsformer som er aktuelle for norske PE-fond, og hvordan disse organiseres, blir nyttig i kommende kapitler. Vi vil da redegjøre for den skattemessige behandlingen slike selskapsformer.

#### 3.1 Internasjonal og nasjonal struktur

Dersom et PE-fond etableres med jurisdiksjon i Norge, kan det organiseres som et aksjeselskap (AS) eller et deltagerlignende selskap (DLS). Organiseres fondet som et DLS i Norge benyttes selskapsformene kommandittselskap (KS) eller indre selskap (IS). Dersom PE-fondet etableres på Kanaløyene, er det selskapsformen ”Limited Partnership” som vanligvis brukes.<sup>60</sup> I det følgende vil vi kort presentere organiseringen av PE-fond etablert med de selskapsformene som tradisjonelt sett blir betraktet som valgmuligheter ved etablering av norske PE-fond.

##### 3.1.1 Internasjonal selskapsstruktur

###### 3.1.1.1 PE-fond organisert som Limited Partnership

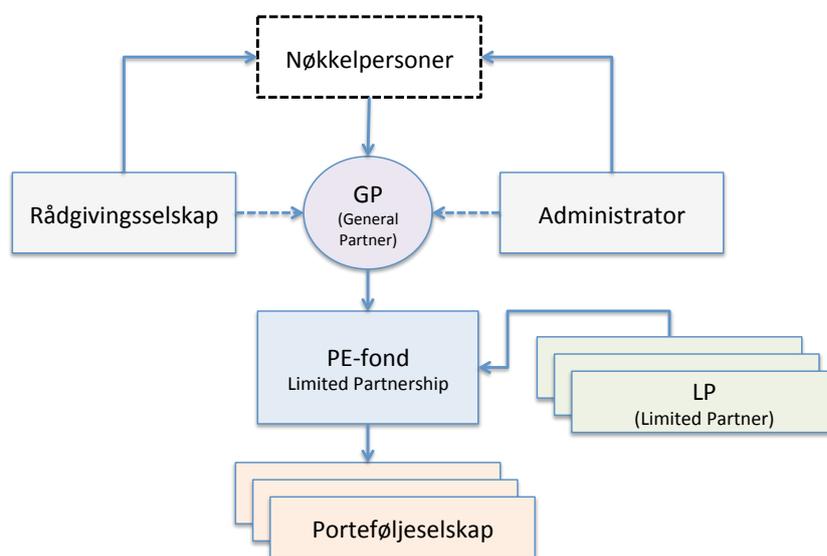
Et limited partnership er direkte oversatt et ”*begrenset partnerskap*”. Et limited partnership består av to type eiere; én ”General Partner” (GP) og én eller flere ”Limited Partners” (LP). GP har et ubegrenset ansvar for selskapets gjeld, mens LP kun har et begrenset ansvar (derav begrepet limited). Ansvaret begrenser seg til kapitalen LP har skutt inn i selskapet, og dette blir dermed det maksimale beløpet en LP kan tape. I praksis vil investorene i GP søke å begrense sitt personlige ansvar ved å organisere sine investeringer gjennom et aksjeselskap. Et aksjeselskap har, som vi skal komme tilbake til, et begrenset ansvar for alle aksjonærer. Dette medfører at kreditorene kun kan ta dekning i vedkommende aksjeselskaps eiendeler, og ikke investorens private midler.

---

<sup>60</sup> Hentet fra ”Private Equity Fund Formation” (Naidech, 2011)

Styret i GP vil inneha rollen som PE-fondets styreorgan (se kapittel 2). GP mottar rådgivning fra rådgivingselskapet, treffer beslutninger på fondets vegne, og har et ubegrenset juridisk ansvar. GP eies typisk av flere personer med tilknytning til det aktuelle PE-fondet, blant annet av initiativtakerne og ansatte i rådgivingselskapet. Fond opprettet som et limited partnership på Kanaløyene benytter gjerne en såkalt administrator i tilknytning til fondets virksomhet. Administrators rolle i et PE-fond kan likne på den rollen en såkalt depotmottaker har i et verdipapirfond. Et av ansvarsområdene er på å påse at inn- og utbetalinger til PE-fondet skjer i samsvar med limited partnership-avtalen (selskapsavtalen). Videre vil en administrator føre regnskap, rapportere til fondets investorer, utføre hvitevaskingskontroller og lignede.<sup>61</sup> Administrator sitter vanligvis i den jurisdiksjonen fondet er lokalisert, og disse kan også ha en plass i GP-styret.<sup>62</sup>

LP vil inneha rollen som det vi i kapittel 2 omtalte som eksterne investorer. Disse har ikke beslutningsmyndighet i PE-fondet og hefter bare for eget innskudd. I et limited partnership er det LP som står for majoriteten av kapitalen i fondet. Imidlertid vil LP kreve at også GP investerer et betydelig beløp i fondet for å oppnå større grad av sammenfallende interesser. Under følger det en enkel illustrasjon av et fond organisert som et limited partnership:



Figur 4: PE-fond organisert som limited partnership

<sup>61</sup> Hentet fra "Rettslige rammer for private equity-bransjen i Norge" (Hammerich, 2011)

<sup>62</sup> Hentet fra dybdeintervju (Partner i advokatfirma, 2014)

## 3.1.2 Nasjonal selskapsstruktur

### 3.1.2.1 PE-fond som aksjeselskap

Aksjeselskapsformen (heretter AS) skiller seg fra et limited partnership ved at alle deltakerne i selskapet (aksjonærene) har et begrenset ansvar. Dette innebærer at ingen er personlig ansvarlig for fondets gjeld.

I PE-fond organisert som AS, vil fondets styre og eventuelle daglige ledelse typisk bestå av personer med tilknytning til det aktuelle PE-fondet, blant annet ansatte i rådgivingselskapet.<sup>63</sup> Det er styret og daglig ledelse (dersom selskapet har slik) som representerer fondet utad. På samme måte som GP i et limited partnership, er det styret som treffer alle beslutninger på vegne av PE-fondet. Aksjonærenes innflytelse begrenses til stemmerett på generalforsamlingen. Generalforsamlingen er et internt organ og representerer aldri fondet utad.<sup>64</sup>

For å oppnå en typisk PE-struktur ved bruk av et AS-organisert fond, benyttes det ofte ulike aksjeklasser.<sup>65</sup> Da vil eventuelle investeringer som gjøres av nøkkelpersoner fondets styreorgan normalt forekomme i en egen aksjeklasse som gir rett på et forvaltningshonorar gjennom utdeling av utbytte. Bruk av ulike aksjeklasser i et AS-fond, gir mulighet til å fravike det såkalte *likhetsprinsippet* i aksjeloven. Loven sier at alle aksjer gir lik rett i selskapet. Andre forhold kan avtales i selskapets vedtekter, for eksempel retten til utbytte. Enkelte aksjer kan etter vedtektene gi fortrinnsrett til utbytte (A-aksjer), mens andre aksjer kan gi en begrenset rett (B-aksjer).

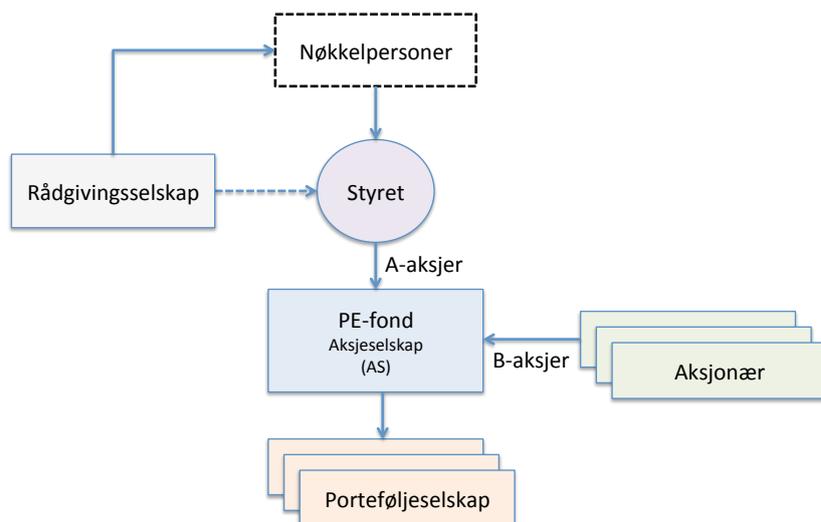
Under følger det en enkel illustrasjon av et fond organisert som et AS:

---

<sup>63</sup> Hentet fra "Rettslige rammer for private equity-bransjen i Norge" (Hammerich, 2011)

<sup>64</sup> Hentet fra "Valg av selskapsform" (Gjems-Onstad, 2013)

<sup>65</sup> Hentet fra dybdeintervju (Fingarsen & Kvalum, 2014)



Figur 5: PE-fond organisert som AS

### 3.1.2.2 PE-fond som kommandittselskap

Et kommandittselskap (heretter KS) kjennetegnes i likhet med et limited partnership av et blandet ansvar. Noen eiere har begrenset ansvar og omtales som kommandittister, mens minst én eier har ubegrenset ansvar og omtales som komplementar. Kommandittistenes ansvar er begrenset til det som etter selskapsloven (sel.) § 3-5 betegnes som ”innskuddskrav” eller en andel av ”selskapskapitalen”, ofte kalt ”ansvarskapitalen”.<sup>66</sup>

I likhet med et limited partnership utformes normalt avtaleverket for et KS-fond slik at det er komplementaren som utfører forvaltningen av fondet. KSets styreorgan (styret i komplementaren) består, på samme måte som i et limited partnership, gjerne av nøkkelpersoner fra rådgivningsmiljøet. Kommandittistenes innflytelse på forvaltningen begrenses til deltakelse og stemmerett i selskapsmøtet.

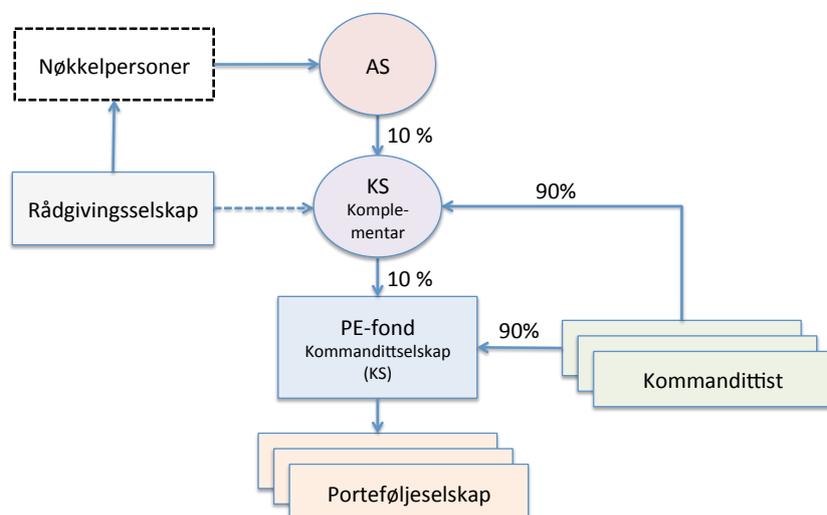
I et KS stilles det krav til at komplementaren må skyte inn minst 10 prosent av selskapskapitalen og eie denne til en hver tid, jf. sel. § 3-1. I et PE-fond, vil 10 prosent av innskutt kapital utgjøre summen svært få nøkkelpersoner fra rådgivningsmiljøet vil være villige, eller ha mulighet, til å skyte inn. Dette fører til at KS-fond ofte organiseres på en av de to følgende måter.<sup>67</sup>

<sup>66</sup> Hentet fra ”Valg av selskapsform”, (Gjems-Onstad 2013)

<sup>67</sup> Hentet fra Hentet fra ”Rettslige rammer for private equity-bransjen i Norge” (Hammerich 2011)

### Organiseringsform 1: KS-i-KS

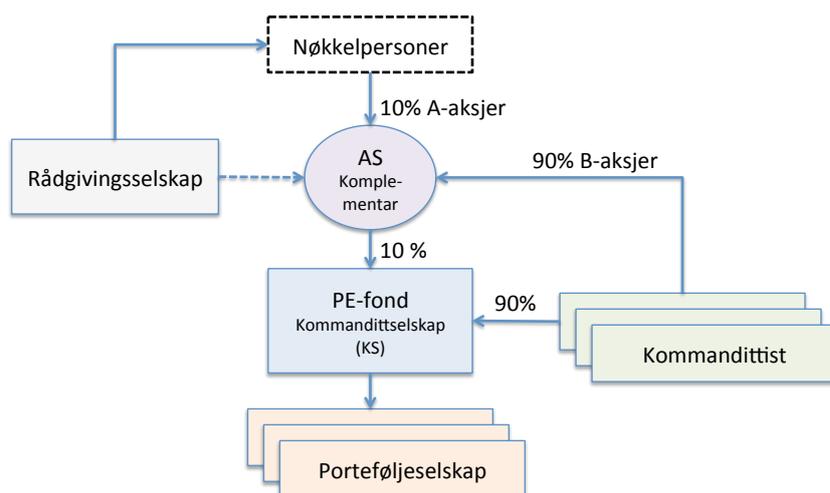
PE-fondet etableres som et KS. For å forhindre at nøkkelpersoner i rådgivningsmiljøet står for hele 10 prosent av kommitert kapital, kan også *komplementaren* i et KS etableres som et KS. Denne organiseringsformen kalles gjerne KS-i-KS. En slik organisering gjør at fondets komplementar både består av mennesker i rådgivningsmiljøet og av eksterne investorer. Når komplementaren organiseres som et KS, må minimum 10 prosent eies av nøkkelpersoner i rådgivningsmiljøet. 90 prosent av komplementaren kan da eies av de eksterne investorene. Investeringer fra nøkkelpersoner organiseres, i likhet med investorene i GP, i hovedsak gjennom AS. På denne måten begrenser disse sitt personlige ansvar. En slik organisering er illustrert i figuren under:



Figur 6: PE-fond organisert som KS med KS som komplementar

### Organiseringsform 2: AS-i-KS

PE-fondet etableres som et KS. Igjen kan man forhindre at nøkkelpersoner i rådgivningsmiljøet må kommitere så mye som 10 prosent til fondet, ved at komplementaren organiseres som et AS. Det stilles da krav til at ASet må skyte inn 10 prosent i KS-fondet. Aksjonærene i ASet vil bestå av både personer fra rådgivningsmiljøet og eksterne investorer. De eksterne investorene investerer aksjer i ASet i samme forhold som de eier andeler i KSet. Dette er illustrert i figuren under:



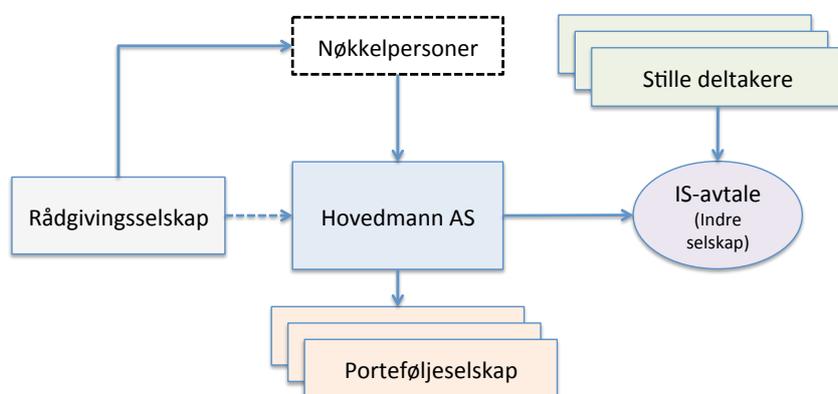
Figur 7: PE-fond organisert som KS med AS som komplementar

### 3.1.2.3 PE-fond organisert som indre selskap

Et indre selskap (heretter IS) kjennetegnes, i likhet med et KS og et limited partnership, av at én av deltakerne har et ubegrenset ansvar for selskapets forpliktelser. Denne deltakeren omtales som ”hovedmannen”. De øvrige deltakerne i et IS har på samme måte som LP og kommandittistene et begrenset ansvar. Disse kalles ”stille deltakere”. Selv om et IS kan minne om et KS, vil det foreligge én elementær forskjell. Hovedmannen i selskapet er den eneste av deltakerne som opptre utad og fremstår som eiere i selskapet, både med hensyn til rettigheter og forpliktelser. Dette medfører i praksis at resterende deltakers rettigheter kun er et internt anliggende, og dermed betegnes disse som stille. Stille deltakere får rett til andel i ISets overskudd/overbalanse gjennom intern avtale og har tilsvarende plikt til å dekke sin andel av underskudd/underbalanse. Dekningsbeløpet er typisk begrenset til kun å gjelde avtalt ansvarskapital som i et PE-fond tilsvarer den enkelte eksterne investors kommittering.

På samme måte som i limited partnerships og KS, er også hovedmannen i et IS som regel etablert som et AS. ASet eies av nøkkelpersoner i rådgivningsmiljøet. Fordi det i et IS-fond ikke stilles krav til hovedmannens prosentvise kapitalinnskudd, vil det ikke være nødvendig å etablere alternative organiseringsformer som for et KS-fond. Hovedmannen vil, på samme måte som GP og komplementar, fungere som PE-fondets styreorgan. Hovedmannen treffer alle forvaltningsbeslutninger, og de stille deltakerne vil ikke kunne påvirke forvaltningen (dersom ikke annet er avtalt i særskilt avtale mellom hovedmann og de stille deltakerne).

IS er per i dag den norske selskapsformen som minner mest om et utenlandsk limited partnership.<sup>68</sup>



Figur 8: PE-fond organisert som IS

### 3.2 Gir bruk av deltakerlignende selskaper et reelt blandet ansvar?

Fordi GP hefter for selskapets gjeld, vil nøkkelpersoner som investerer i GP typisk eie sine andeler gjennom et holdingselskap. Det samme gjelder nøkkelpersoner som investerer i komplementaren i et KS og for hovedmannen i et IS. Holdingselskapet vil typisk være et aksjeselskap, en selskapsform med begrenset ansvar for aksjonæren(e). Ved å investere gjennom aksjeselskaper vil investorene i fondets styreorgan (GP, komplementar og hovedmann) begrense sitt *personlige* ansvar. Den personlige gjeldsforpliktelsen som i utgangspunktet tilknyttet den ansvarlige deltakeren i PE-fondet vil da opphøre.

Et spørsmål som reiser seg er hvorvidt slik ansvarsfraskrivelse på styreorganets hånd undergraver den deltakerlignende selskapsformens intensjon om et *blandet ansvar*. Dersom det for eksempel ikke er ønskelig at én av investorene skal være GP med ubegrenset ansvar, kan det tenkes at det ville vært mer hensiktsmessig at alle investorer (både de eksterne og forvalterne) opptrådte som LP i fondet, og at det i praksis ble organisert som et AS. En slik organisering ville dog kunne medføre noen regulatoriske utfordringer tilknyttet PE-fonds særegenheter, blant annet til mulighet for fri kapitalflyt til og fra fondet.<sup>69</sup> Til tross for at et limited partnership kan oppfattes som en mer egnet selskapsform på det regulatoriske

<sup>68</sup> Hentet fra dybdeintervju (Partner i advokatfirma, 2014)

<sup>69</sup> For gjennomgang av spesifikke regulatoriske forhold tilknyttet ulike selskapsformer for PE-fondet, se kapittel 8

punktet, kan det likevel fortsatt reises spørsmål ved selskapsformens legitimitet med tanke på styreorganets ansvarsfraskrivelse. Et punkt som kan virke i legitimerende retning, er at PE-fond normalt ikke tar opp lån på fondsnivå.<sup>70</sup> Belåning i PE-bransjen skjer som regel først på *porteføljenivå* (i porteføljeselskapene). Dermed kan det ansvar som ligger i rollen som ansvarlig deltaker være av mindre betydning i et PE-fond enn ved andre strukturer som belåner på *selskapsnivå*. Dette gjelder blant annet hedgefond.

---

<sup>70</sup> Hentet fra ”Rettslige rammer for private equity-bransjen i Norge” (Hammerich 2011)

## 4. Skatteparadiser

I kapittel 2 forklarte vi at mange av de største norske PE-miljøene per i dag lokaliserer fondene sine utenfor Norge, og hyppigst på Guernsey eller Jersey (heretter Kanaløyene). Kanaløyene oppfattes som relativt lukkede jurisdiksjoner<sup>71</sup>, og har historisk blitt kategorisert som såkalte ”skatteparadiser” av flere organisasjoner.<sup>72</sup> Vi ser det derfor som relevant å forklare hva som menes med begrepene ”skatteparadiser” og ”lukkede jurisdiksjoner”, og således belyse hvorfor lokalisering av selskaper i slike jurisdiksjoner kan være problematisk. Teorien i denne delen er hentet fra Kapitalfluktutvalgets rapport ” Skatteparadis og utvikling – Tilstand, analyser og tiltak” av 18. Juni 2009, dersom annet ikke er oppgitt. Videre vil vi se på hvordan Kanaløyene kan ha utviklet seg mot å bli attraktive finanssentre og omtalte skatteparadiser.

### 4.1.1 Hva er et skatteparadis?

Så lenge det har eksistert skatter har mennesker forsøkt å omgå skatt, noe som kan sies å være unnfangelsen av skatteparadisenes forretningsidé. Mange av dagens moderne skatteparadiser er suverene stater som har brukt sin suverene rett til utforme lovverk siktet på å tiltrekke seg en bestemt type internasjonalt klientell. Denne strategien er kun relevant i lys av globaliseringen av økonomisk virksomhet, og det moderne skatteparadiset har dermed sitt opphav tidligst mot slutten av 1800-tallet.<sup>73</sup>

Det finnes foreløpig ikke én definisjon av skatteparadiser med global konsensus. En av de mest brukte definisjonene i litteraturen stammer imidlertid fra OECD sitt skatteparadisprosjekt fra 1998. Denne definisjonen støttes av det norske Finansdepartementet gjennom Norges deltagelse i prosjektet. OECD peker på følgende karakteristika ved skatteparadiser i sin rapport ”Harmful Tax Competition: An Emerging Global Issue”<sup>74</sup>:

- Svært lav eller ingen skatt på kapitalinntekter
- Særegent skattesystem for gjennomstrømmingsselskaper (”ringfencing”)
- Mangel på transparens rundt eierskap og/eller mangel på effektivt tilsyn
- Ingen effektiv informasjonsutveksling med andre land og jurisdiksjoner knyttet til

---

<sup>71</sup> Hentet fra hjemmesiden til Tax Justice Network (Tax Justice Network Norge)

<sup>72</sup> Hentet fra ”Skatteparadis og utvikling” (Kapitalfluktutvalget, 2009)

<sup>73</sup> Hentet fra ”History of Tax Havens” (Palan, 2009)

<sup>74</sup> Som fremstilt i ”Skatteparadis og utvikling” (Kapitalfluktutvalget, 2009)

---

## skattemessige forhold

Ifølge OECD er det første kriteriet et nødvendig, men ikke tilstrekkelig vilkår for å karakterisere en stat som et skatteparadis. Et eller flere av de øvrige kriteriene må også oppfylles. Det andre kriteriet omhandler kunstige selskaper uten reell økonomisk virksomhet (såkalte gjennomstrømmingsselskaper), og skatteparadisenes særegne regler for disse. Ved å plassere et kunstig selskap mellom et kildeland og landet hvor det flernasjonale selskapet er hjemmehørende, kan skatteregningen i både kilde- og hjemlandet reduseres.

Kriteria tre og fire er knyttet til en stats sekretessenivå. Med mangel på transparens siktes det til fravær av troverdig informasjon om reelle forhold i den aktuelle staten. Det kan for eksempel være mangelfulle eller ikke-eksisterende offentlige registre, forårsaket av statens upresise administrative retningslinjer og rutiner, og/eller manglende samarbeidsvilje. Mangel på effektiv informasjonsutveksling henviser til to forhold. For det første at statene ofte mangler informasjon de burde hatt, og for det andre at det er vanskelig for andre lands myndigheter å få innsyn i den informasjonen staten faktisk besitter. Sistnevnte kan for eksempel komme av strenge taushetsregler. Punkt tre og fire kan samlet sett gi stor grad av beskyttelse mot granskning fra andre lands myndigheter.<sup>75</sup>

Det finnes en rekke eksempler på at karakteristika som er typiske for de klassiske skatteparadisene også finnes i land som normalt ikke betegnes som skatteparadiser. Sveits oppfyller for eksempel ikke kravet om lave eller fraværende skatter, men har samtidig andre strukturer som hindrer effektiv informasjonsutveksling.

Det finnes mange forskjellige tilnærminger til hva som karakteriserer et skatteparadis, men definisjonsspørsmålet vil ikke drøftes ytterligere i denne avhandlingen. Kapitalfluktutvalgets utredning påpeker at det er kombinasjonen av sekretesse og tilnærmet nullskattevilkår som karakteriserer skatteparadiser, og det er denne skildringen vi vil støtte oss på i vår avhandling.

### **4.1.2 Hva menes med lukkede jurisdiksjoner?**

Med lukkede jurisdiksjoner menes generelt jurisdiksjoner med strenge sekretesseregler. Tax Justice Network (TJN) er en global organisasjon som arbeider for å synliggjøre betydningen

---

<sup>75</sup> Hentet fra "Harmful Tax Competition - An Emerging Global Issue" (OECD, 1998)

---

av skattlegging og skadevirkningene av skatteunndragelser, skattekonkurransen og skatteparadiser. TJN utarbeider med dette formål ”*the Financial Secrecy Index*” (FSI).<sup>76</sup> FSI omtaler skatteparadiser som ”*secrecy jurisdictions*” og rangerer jurisdiksjoner etter deres grad av hemmelighold og deres omfang av økonomisk aktivitet. Blant de seks fremste landene på FSI-listen fra 2013 er OECD-land som Sveits, Luxembourg og USA, som i mindre grad omtales som skatteparadiser gitt OECDs definisjon. Jersey og Guernsey rangeres som henholdsvis nummer 9 og 15 på listen.

Sekretesseregler er noe alle stater har for å beskytte offentlige og private interesser i samfunnet. Lukkede jurisdiksjoner skiller seg ut ved måten reglene er innrettet på, og styrken i beskyttelsen. I mange av disse jurisdiksjonene er for eksempel taushetsplikten i banker forsterket. I tillegg er vesentlig informasjon om selskapers økonomiske virksomhet ikke å finne i offentlige registre, særlig hva angår selskaper som utelukkende skal drive virksomhet i andre stater.<sup>77</sup> Markus Meinzer, senioranalytiker i TJN, mener at ”skatteparadis” er et upassende begrep fordi det antyder at skatt er det største problemet:

”TJN mener derimot at hemmelighold er av mye større betydning. Grunnen er at dersom det er åpent hvem som eier bankkonti eller selskaper, og hva de gjør i skatteparadiser, tillater det land å anvende egne skattelover. Derfor foretrekker vi terminologien ”*secrecy jurisdiction*”, som vektlegger hemmeligholds-elementet”.<sup>78</sup>

Flere land som ikke kan betegnes som lavskatteland, og som derfor ikke forbindes med begrepet ”skatteparadis”, kan likevel tilrettelegge for skjulte pengestrømmer og skatteunndragelse gjennom hemmelighold. Meinzer påpeker at også Norge har et hemmeligholdproblem, fordi det finnes norske selskapsformer som kan opprettes uten å oppgi eierskap. Da blir det vanskelig for skattemyndighetene å oppdrive de ansvarlige, dersom det avdekkes ulovlig aktivitet.<sup>79</sup>

## 4.2 Skadelige strukturer

Vi skal i det følgende se på sentrale ordninger i skatteparadiser og lukkede jurisdiksjoner som kan være skadelige for andre stater. En del land som betegnes som klassiske

---

<sup>76</sup> For detaljer om indeksen se Financial Secrecy Index sine hjemmesider (Financial Secrecy Index)

<sup>77</sup> Hentet fra ”Skatteparadis og utvikling”, s. 15 (Kapitalfluktutvalget, 2009)

<sup>78</sup> Som uttalt i TaxCast produsert av TJN Norge (Meinzer, 2014)

<sup>79</sup> Hentet fra TaxCast produsert av TJN Norge (Meinzer, 2014)

skatteparadiser har alle disse skadelige strukturene, mens det i andre jurisdiksjoner kun finnes enkelte. Regelverkene er innrettet slik at private og offentlige interesser i andre stater kan omgås, og da særlig bidrag til skattegrunnlaget i andre stater. Strukturene er i visse tilfeller også egnet til å gjennomføre og skjule mange former for kriminalitet, eksempelvis korrupsjon, hvitvasking, menneske- og narkotikahandel og grov økonomisk kriminalitet.

#### 4.2.1 Sekretesselovgivning

Sekretesseregler er regler alle land bruker for å sikre personvern og beskytte sensitiv informasjon, for eksempel taushetsplikt for advokater og leger. Med sekretesseregler i lukkede jurisdiksjoner siktes det derimot til regler og systemer som blant annet hindrer innsyn i eierskap og virksomhet i selskaper. Disse reglene skiller seg fra reglene i tradisjonelle rettsstater ved at sekretessen hovedsakelig gjelder aktiviteter som foregår i *andre* stater, hvor eierne bor og virksomheten reelt drives. Sekretessereglens format og virkninger kan omfatte alle, eller en kombinasjon av de følgende:

- Selskapers fritak fra plikt til å registrere og offentliggjøre eierskap
- Fritak fra eller frivillig registrering av truster, trustmidler og mottakere
- Selskapers manglende plikt til å utføre, oppbevare og revidere regnskap
- Strenge krav til innsynsanmodning i informasjonsutvekslingssaker, for eksempel konkrete bevis på skattesvik
- Agenter manglende oppfølging av «kjenn-din-kunde»-kravet (KYC)<sup>80</sup>
- Generell mangel på innsynsmuligheter i offentlige registre

Lovgivningen i mange skatteparadiser beskytter skatteparadisenes klienter og eierne i de registrerte selskapene, mot innsyn fra omverdenen. Dette skjer på bekostning av andre interessenter, for eksempel selskapenes kreditorer og ansatte, som befinner seg i andre jurisdiksjoner. Sekretessereglene medfører dermed at de som berøres av selskapenes reelle drift og utvikling, eller har legitime krav mot selskapenes eiere, har få muligheter til å avdekke hvem som faktisk driver og eier dem.

---

<sup>80</sup> Kapitalfluktutvalget definerer ”Kjenn-din-kunde”- eller ”Know-your-client” (KYC)-kravet som et sentralt virkemiddel i kampen mot hvitvasking. Kravet sier at en person eller et selskap som mottar eller formidler betaling er forpliktet til å vurdere om midlene kan stamme fra ulovlig virksomhet. Forpliktelsen vedrører typisk banker, eiendomsmeglere, forvaltere, økonomiske rådgivere og agenter. Ved mistanke om ulovligheter, skal det meldes fra til relevante myndigheter (Kapitalfluktutvalget, 2009)

Selskaper som benytter seg av skatteparadiser og som samtidig ønsker å gi omverdenen korrekte opplysninger om eiere og virksomhet, kan selvsagt gjøre det. Dersom eiere imidlertid ønsker å skjule sin identitet, eller selskaper ønsker å fremlegge misvisende informasjon om eierforhold eller drift, kan sekretesseregler tilrettelegge for opprettholdelse av dette.

## **4.2.2 Særbehandling av selskapsstrukturer og personer**

Noen stater tilbyr selskapsstrukturer som henvender seg spesielt til og særbehandler utenlandske investorer. Disse selskapsstrukturene vil i mange tilfeller underlegges favoriserende lovgivning og fritak, sammenlignet med selskapsstrukturene tilgjengelig for lokale investorer. Et slikt skille i skatte- og regelsystemet mellom lokale investeringer, og investeringer foretatt av utlendinger, betegnes ofte som et skjermet, eller ”ringfenced”, regelsystem. Disse regelsystemene vil ofte stille krav til at de utenlandske selskapene ikke har lokal drift eller virksomhet utover den formelle registreringen, eller eventuelle styremøter. Det ligger et åpenbart paradoks i at selskaper som etableres i enkelte skatteparadiser, og som sier seg skattemessig hjemmehørende i skatteparadiset for sin virksomhet, likevel ikke *kan* ha reell virksomhet i landet, etter krav fra det skjermede regelsystemet. Dette antyder at de utenlandske selskapene i realiteten kun er skall-selskaper.

I det følgende skal vi kort gjennomgå noen fritak og regler som kan forekomme i skatteparadiser og som vi anser som relevante for denne avhandlingens problemstilling.

### ***Fritak fra plikten til å betale skatter og avgifter***

Etter suverenitetsprinsippet har en hver selvstendig stat rett til å selv avgjøre hvordan statens utgifter skal finansieres gjennom skatter og avgifter. Felles for skatteparadisene er at det ilegges svært lav eller ingen skatt på internasjonale selskapers og utlendingers kapitalinntekter. I utgangspunktet kan ikke selskaper og personer unngå skatteplikt ved å registrere formue og inntekter i utlandet. Etter globalinntektsprinsippet må informasjon om utenlandsformue og inntekter opplyses om i selvangivelsen, og slik inntekt må beskattes i hjemlandet. Personer som eksempelvis er bosatt i Norge, er skattepliktig til Norge for inntekter opptjent i utlandet, med mindre fritak følger av skatteavtaler. Problemet oppstår dersom personer og selskaper ikke rapporterer sin reelle inntekt til det landet de er hjemmehørende i, og skatteparadisenes sekretesseregler forhindrer rettmessige stater tilgang på denne informasjonen.

### *Fritak fra plikt til å registrere og offentliggjøre eierskap*

I velregulerte stater er det plikt til å føre et troverdig aksjeeierregister, tilgjengelig for innsyn fra berørte offentlige og private interesser. I forbindelse med handel og investeringer kan det være nødvendig å vite hvem den andre parten egentlig er, eller hvem som er medinvestorene i selskapet. Dersom informasjon om bakenforliggende eierskap ikke foreligger, oppstår risikoen for å handle med uønskede parter, eksempelvis parter som kan lede til mistanke om innsidehandel. I verste fall forhindrer eierskapsinnsyn muligheten til avdekke handel med parter som assosieres med ulovligheter, eksempelvis korrupsjon eller terrorisme. Internasjonale selskaper i skatteparadis som opptrer med skjulte eierskap er derfor lite attraktive som motpart til uavhengige parter. Slike selskaper er derfor best egnet til å inngå avtaler med nærstående parter, som igjen øker risikoen for misbruk.

### *Frihet fra plikt til å avholde styremøte lokalt*

I Norge har selskaper plikt til å svare skatt til Norge ”så fremt de er hjemmehørende i riket”, jf. skattelovens § 2-2. 1. ledd. Det er ikke selskapets registrering, men hvor selskapet ledes fra, som er avgjørende for hvor selskapet anses som ”hjemmehørende”. Et viktig moment er hvor selskapets effektive ledelse på styrenivå utøves. Lovgivningen i enkelte skatteparadis fastslår at det ikke er nødvendig å avholde styremøter innenfor jurisdiksjonsområdet. Problemet oppstår dermed dersom styremøtene ikke reelt sett avholdes i skatteparadisene, og sekretesseregler i tillegg forhindrer andre stater innsyn i denne informasjonen. I så tilfelle innebærer selskapenes registrering i skatteparadisene en unndragelse av skatt fra landet der beslutningene på styrenivå faktisk gjennomføres.

## **4.2.3 Skatteparadisenes forretningsmodell**

Ettersom skatteparadis tilbyr nærmest nullskattevilkår til utlendingers kapitalinntekter, er det registrerings- og forvaltningsgebyrene skatteparadisene tjener på. For det enkelte selskap kan disse gebyrene være ubetydelige, men gebyrene kan i sum gi skatteparadisene en viktig inntektskilde. Derfor er skatteparadisene opptatt av å tiltrekke seg mange utenlandske registreringer, og i enkelte skatteparadis kan slike registreringer utgjøre 95-98 prosent av det totale antall registrerte selskaper. Da Barack Obama ble gjort kjent med at det norske rederiet Ugland hadde en bygning på Caymanøyene, ”The Ugland House”, som huset så mye som 18 000 selskaper, bemerket han:

”Either this is the largest building in the world or the largest tax scam. And I think the American people know which it is. It’s the kind of tax scam that we need to end.”<sup>81</sup>

#### 4.2.4 Avgrensninger

Hensynet bak den generelle gjennomgangen av fritak og lovgivning tilknyttet skatteparadiser er å skape forståelse for problematiseringen av selskapers tilstedeværelse i disse jurisdiksjonene. Det er derimot viktig å påpeke at det ikke er en direkte sammenheng mellom et selskaps tilstedeværelse i et såkalt skatteparadis, og benyttelsen av alle de ovennevnte fritakene. Videre har vi, på grunn av avhandlingens størrelsesmessige begrensning, ikke anledning til å gjennomgå alle skadelige strukturer som forbindes med skatteparadiser i detalj. For en grundigere gjennomgang henviser vi til Kapitalfuktutvalgets rapport. Rapporten fokuserer på negative konsekvenser som i særlig grad rammer utviklingsland, men det presiseres at strukturene også er skadelige for utviklede land. Rapporten er særlig relevant fordi den inneholder den mest omfattende norske gjennomgangen av skatteparadiser i nyere tid.

### 4.3 Kanaløyene

Kanaløyene er en øygruppe i den engelske kanal, som består av kronavhengighetene Jersey og Guernsey, samt tilhørende mindre øystater. Til sammen har de ca. 155 000 innbyggere. Med kronavhengighet siktes det til at statsoverhodet er det britiske monarkiet, men Kanaløyene er ikke en del av Storbritannia, EU eller EØS. Innbyggerne er derimot britiske statsborgere. Kanaløyene har et eget parlament, regjering og rett til å bestemme egne lover.<sup>82</sup>

Det er vanskelig å spore opphavet bak Kanaløyenes utvikling mot å bli klassifiserte skatteparadiser. På begynnelsen av 1960-tallet begynte imidlertid britiske banker å øke bruken av Kanaløyene for sine aktiviteter i Euromarkedet.<sup>83</sup> I 1964 ble de akkompagnert av tre store amerikanske banker; Citibank, Chase Manhattan og Bank of America. Fra begynnelsen av 1970-tallet og i nesten 40 år har Kanaløyene hatt tilnærmet uavbrutt vekst, drevet av finansiell virksomhet. Bankinnskudd har vokst fra 500 millioner pund i 1970 til 220 milliarder pund i 2007. I samme periode vokste antallet aktive selskaper lokalisert på

---

<sup>81</sup> Hentet fra ”Remarks by the President on International Tax Policy Reform” (Obama, 2009)

<sup>82</sup> Hentet fra ”Channel Island Profile” (BBC, 2013)

<sup>83</sup> Hentet fra ”History of Tax Havens” (Palan, 2009)

---

øyene fra 550 til over 33 000. Finansiell virksomhet står i dag for nesten halvparten av den økonomiske aktiviteten på Kanaløyene.<sup>84</sup>

Historisk har Kanaløyene blitt ansett som lukkede jurisdiksjoner og/eller skatteparadiser av OECD, IMF, TJN og senatet i USA.<sup>85</sup> Som nevnt rangeres Jersey og Guernsey som henholdsvis nummer 9 og 15 på The Financial Secrecy Index. Denne indeksen vurderer 15 indikatorer (Key Financial Secrecy Indicators) på staters hemmelighold, basert på juridiske og finansielle forhold, og gir stater en ”secrecy score”. 100 poeng fordeles mellom en ”secrecy score” og en ”transparency score”, og viser dermed graden av hemmelighold relativt til åpenhet. Jersey og Guernsey oppnår henholdsvis 75 og 67 prosent hemmelighold relativt til åpenhet.<sup>86</sup> Til sammenligning har Norge en ”secrecy score” på 42 og rangeres som nummer 50 på FSI.

For alle stater som rangeres publiserer FSI rapporter som viser vurderingen av statenes hemmelighold og i hvilken grad statene oppfyller de ulike Key Financial Secrecy Indicators. Av rapportene fremkommer det at Kanaløyene ikke har tilfredsstillende åpenhet ved følgende punkter:

- Kanaløyene oppbevarer ikke eierskapsforhold i offentlige registre
- Kanaløyene krever ikke at selskapsregnskaper gjøres offentlig tilgjengelig (til en avgift mindre enn 10 euro)
- Kanaløyene krever ikke at alle selskaper deltar i land-for-land<sup>87</sup> rapportering
- Det kreves ikke at finansielle institusjoner på Kanaløyene rapporterer informasjon om utbetalinger til utlendinger til lokale skattemyndigheter (herunder renteinntekter og utbytte)
- Jersey, og til en viss grad Guernsey, kan sies å forenkle skatteunngåelse og oppfordre til skattekonkurransen
- Kanaløyene bruker ikke hensiktsmessige verktøy for å analysere skatterelatert informasjon, som kvalifiserer for en effektiv skatteadministrasjon
- Kanaløyene tillater skadelige juridiske strukturer (som særegne selskapsstrukturer og forenklet relokalisering av selskaper)

---

<sup>84</sup> Hentet fra ”Tax crackdowns threaten Channel Islands’ haven status” (Bowers, 2012)

<sup>85</sup> Hentet fra ”Skatteparadis og utvikling”, s. 18 (Kapitalfluktutvalget, 2009)

<sup>86</sup> Hentet fra ”Report on Guernsey” (Financial Secrecy Index, 2013) og ”Narrative Report on Jersey” (Financial Secrecy Index, 2013)

<sup>87</sup> Land-for-land rapportering (LFLR) er en rapporteringsstandard som innebærer at selskaper, for hvert land de opererer i, blant annet viser inntekter, utgifter, fortjeneste, skatt og antall ansatte (Tax Justice Network Norge)

I tillegg til ovennevnte punkter, foreligger det andre punkter hvor Kanaløyene bare delvis oppfyller kravene til åpenhet, og det foreligger også noen forskjeller mellom Guernsey og Jersey.<sup>88</sup>

Punktene over illustrerer at et tilfredsstillende nivå av åpenhet innebærer systematisk innhenting og lagring av informasjon, som igjen kan utveksles med andre lands myndigheter. Slik innhenting og lagring av informasjon er kostbart for stater å gjennomføre, og finansieres typisk med offentlige midler. På Jersey og Guernsey er standard selskapsskatt null prosent.<sup>89</sup> I tillegg er fond, deriblant PE-fond etablert som limited partnerships, ikke en skattbar enhet etter Jersey og Guernsey lov.<sup>90</sup> Det kan således settes spørsmålstejn ved hvorvidt Kanaløyene, gjennom sine lavskatteregimer, har tilstrekkelige skatteinntekter til å gjennomføre registreringer og effektivt tilsyn som kvalifiserer til åpenhet. For enkelte typer virksomheter og privatpersoner opererer Kanaløyene likevel med skattesatser på mellom 10 og 20 prosent.<sup>91</sup> Dette gir følgelig noe skatteinntekt, som eksempelvis kan benyttes til skattetilsyn, men det innebærer imidlertid også at Kanaløyenes skattesystem kan karakteriseres som ”ringfenced”, jmfør avsnitt 4.2.2.

Etter internasjonalt press fra flere organisasjoner har Kanaløyene måttet tilrettelegge for mer gjennomsiktighet og utveksling av informasjon. I september 2013 uttalte Storbritannias statsminister David Cameron:

“I do not think it is fair any longer to refer to any of the Overseas Territories or Crown Dependencies as tax havens.”<sup>92</sup>

Utspillet kom etter en periode med forhandlinger mellom Kanaløyene og de øvrige britiske kronavhengighetene, som resulterte i flere forpliktende avtaler og samarbeid med blant annet OECD.<sup>93</sup> Kanaløyene er også på listen over land som kontinuerlig vurderes av Europarådets hvitvaskingskomité.<sup>94</sup> I oktober 2014 signerte 51 land, deriblant Guernsey og Jersey, OECDs avtale om automatisk informasjonsutveksling. Kanaløyene forpliktet seg til iverksetting

---

<sup>88</sup> For mer detaljert informasjon om kravene og bakgrunnsdata for Kanaløyene, henviser vi til Financial Secrecy Index sine hjemmesider (Financial Secrecy Index)

<sup>89</sup> Hentet fra ”Taxation in Jersey” (States of Jersey) og ”Tax for Companies” (States of Guernsey)

<sup>90</sup> Hentet fra ”Private Equity in Jersey: Market and Regulatory Overview” (Practical Law) og ”Praxis Private Equity - Fund Launch” (Praxis Group)

<sup>91</sup> Hentet fra ”Jersey Highlights 2014” (Deloitte, 2014) og ”Tax for Companies” (States of Guernsey)

<sup>92</sup> Hentet fra ”Jersey, Guernsey, IoM reveal in Cameron’s ‘not tax havens’ comments” (Burggraf, 2013)

<sup>93</sup> Hentet fra ”Tax havens’ agree to clampdown on tax avoidance and evasion” (BBC, 2013)

<sup>94</sup> Hentet fra ”Global Forum on Transparency and Exchange of Information for Tax Purposes” (OECD, 2014)

innen 2017.<sup>95</sup> Avtalen innebærer årlig automatisk utveksling av finansiell informasjon mellom myndigheter. Regnskapsinformasjonen som skal utveksles inkluderer balanser, renter, utbytter og gevinst ved realisasjon av finansielle eiendeler. Denne informasjonen skal rapporteres av finansielle institusjoner til myndighetene og skal omfatte konti tilhørende både individer og virksomheter, inkludert stiftelser. Avtalen fastsetter hvilken finansiell informasjon som skal utveksles, hvilke finansielle institusjoner som er underlagt rapporteringskrav, ulike typer konti og skattesubjekter som skal dekkes, i tillegg til generelle ”due dilligence”-krav som må følges av finansielle institusjoner.<sup>96</sup>

## 4.4 Delkonklusjon

I dette kapitlet har vi beskrevet noen forhold som kjennetegner skatteparadiser og hvorfor disse gir anledning til å skjule midler og forhindre innsyn i reell aktivitet. Flere av disse forholdene finnes på Kanaløyene, og har medført at øyene klassifiseres som skatteparadiser. Til tross for at Kanaløyene anses som skatteparadiser er de foretrukne jurisdiksjoner for lokalisering av norske PE-fond. Følgelig reiser deg seg et spørsmål om hvorvidt det er nettopp skattefordeler, sekretesse og manglende tilsyn som gjør Kanaløyene så attraktive for PE-fondene.

Historisk har PE-bransjen blitt koblet til komplekse selskapsstrukturer inkorporert på Kanaløyene.<sup>97</sup> Slike komplekse strukturer, og særlig i kombinasjon med sekretesselovgivning, gjør det vanskelig for myndigheter å få innsyn i reell virksomhet og faktiske eierforhold. Derfor har det ofte blitt trukket direkte koblinger mellom slike strukturer og et bevisst ønske fra PE-bransjens side om hemmelighet. Videre har det også forekommet saker hvor privatpersoner i PE-bransjen har hatt skjulte midler i skatteparadiser.<sup>98</sup> Lokaliseringen av norske PE-fond på Kanaløyene, og de medfølgende assosiasjoner til historiske saker, kan dermed sies å belaste norske PE-fonds omdømme. Eksempler på dette ser vi i avisoverskrifter som ”statlig selskap investerer i skatteparadiser” og ”norske helsekroner til skatteparadis”.<sup>99</sup> I disse sakene fremlegges det ikke konkrete bevis på faktiske skatteunndragelser, eller annet misbruk. Assosiasjonene til Kanaløyene, som

<sup>95</sup> Hentet fra ”OECD releases full version of global standard for automatic exchange of information” (OECD, 2014)

<sup>96</sup> Hentet fra ”Automatic Exchange of Information” (OECD)

<sup>97</sup> Som omtalt i artikkelen ”Ljusskygga bolag styr Carema (Pettersson & Ek, 2011)

<sup>98</sup> Som omtalt i artikkelen ”Bröder misstänks för skattefusk” (Genborg, 2009)

<sup>99</sup> Som omtalt i artiklene ”Statlig selskap investerer i skatteparadiser” (Aftenposten, 2011) og ”Norske helsekroner til skatteparadis” (Bergens Tidende, 2009)

klassifiserte skatteparadiser, er imidlertid tilstrekkelige til å skape negativ omtale for norske PE-fond. Det blir dermed ytterligere interessant å forstå hvorfor Kanaløyene likevel velges av norsk PE-bransje, med tanke på omdømmeimplikasjonene valget medfører. I første omgang ønsker vi derfor å avdekke om norske PE-fond faktisk får skattemessige fordeler gjennom lokaliseringen av fondene på Kanaløyene.

## 5. Skatterettslig rammeverk for norske PE-fond

I forrige kapittel forklarte vi hvorfor norske PE-fonds lokalisering i skatteparadiser kan være problematisk. Norske PE-fonds tilstedeværelse på Kanaløyene, og medfølgende assosiasjoner til skatteunndragelser og hemmelighold, kan sies å være belastende for PE-fondenes omdømme. Det reiser seg følgelig et spørsmål om hvorvidt det faktisk foreligger skattemessige incentiver bak valget av Kanaløyene, som gjør at disse jurisdiksjonene velges til tross for negative omdømmeimplikasjoner. I dette kapitlet skal vi derfor gjennomgå den skattemessige behandlingen av norske PE-fond. Vi skal både ta for oss den skatterettslige behandlingen av forskjellige selskapsformer og ulike scenarier som illustrerer beskatning av gevinst.

Etter et PE-fonds etablering og investeringer i porteføljeselskap, vil det strømme kapital fra porteføljeselskapene tilbake til investorene. Distribusjon til investorene kan forekomme som løpende utbytteutdelinger fra porteføljeselskapene eller som gevinst ved realisasjon av porteføljeselskapene. Den skatterettslige behandlingen av kapitalstrømmene vil avhenge av valget av selskapsform, porteføljeselskapenes lokalisering og hvor investorene er hjemmehørende. I den sammenheng vil vi først gjennomgå noen relevante skatterettslige tiltak og regler som påvirker hvordan kapitalstrømmene blir beskattet.

### 5.1 Relevante skatteregler

I utgangspunktet er det norske skatteregler som gjør seg gjeldende for norske PE-fond og norske investorer. Dersom fondet har internasjonale investorer vil også internasjonale skatteregler være av betydning, og vi vil til en viss grad vurdere den skatterettslige behandlingen av kapitalstrømmer fra et norsk PE-fond til utenlandske investorer. Vi vil imidlertid ikke vurdere den lokale skatterettslige behandlingen utenlandske investorer får i sine hjemland for sine inntekter. Bakgrunnen er at mange norske PE-fond har investorer fra hele verden og en detaljvurdering av samtlige vil kreve en gjennomgang av alle lands suverene skattelover.

#### 5.1.1 Fritaksmetoden

Fritaksmetoden er et skattemessig tiltak som inntrådte i forbindelse med skattereformen i Norge i 2006, men med ikrafttredelse allerede fra 2004. Fritaksmetoden skal hindre at

inntekt blir beskattet flere ganger i selskapskjeder. Etter 2004 er det gjort enkelte justeringer i regelverket, blant annet innføring av *treprosentregelen*.<sup>100</sup>

Norske selskaper er i henhold til fritaksmetoden fritatt for skatt på inntekt fra aksjer, jf. skattelovens § 2-38, 1. ledd. Aksjetap medfører likeledes ikke rett til skattefradrag. Aksjeinntekt omfatter i utgangspunktet både utbytte og aksjegevinster. For norske selskaper gjøres det et unntak for utbytte, som likevel skal beskattes etter treprosentregelen. Regelen innebærer at 3 prosent av utbytte skal beskattes med 27 prosent (eller  $0,03 \cdot 0,27 = 0,81$  prosent effektiv beskatning av hele utbyttet), jf. Skattelovens § 2-38, 6. ledd. Regelen fungerer som en sjablongmessig reversering av fradragsretten selskaper har for kostnader tilknyttet skattefrie inntekter.<sup>101</sup> Fritaksmetodens anvendelse er imidlertid begrenset dersom et norsk selskap eier aksjer i selskaper utenfor EØS. Bakgrunnen er at fritaksmetoden ikke skal gjelde for inntekt fra aksjer i lavskatteland<sup>102</sup> utenfor EØS og fra porteføljeinvesteringer<sup>103</sup> i normalskatteland utenfor EØS. For disse aksjene er det fortsatt skatteplikt for utbytte, skatt på aksjegevinster og fradragsrett for aksjetap.<sup>104</sup>

Fritaksmetoden gjelder også når et deltakerlignet selskap realiserer en eierandel med gevinst. Aksjegevinst skattlegges dermed ikke på det deltagerlignende selskapets hånd. Den videre utdelingen av overskuddsandel fra det deltagerlignende selskapet til norske selskapsdeltakerne (eksempelvis et AS) vil beskattes etter treprosentregelen, altså med 27 prosent på 3 prosent av utdelingen. Størrelsen på utdelingen vil stå i forhold til selskapsdeltagerenes respektive eierandeler i det deltagerlignende selskapet. Den videre utbytteutdelingen fra deltagerselskapet (eksempelvis et AS) vil bli beskattet på de *personlige aksjonærers hånd*. Dersom det deltagerlignende selskapets verdier i selskaper utenfor EØS til sammen overstiger 10 prosent av selskapets totale verdier av aksjer på realisasjonstidspunktet, er gevinst likevel skattepliktig, og tap er fradragsberettiget for selskapsdeltakerne.<sup>105</sup>

Utenlandske selskaper som opererer i Norge omfattes også av fritaksmetoden. Etter § 2-38, 1. ledd bokstav i, gjelder fritaksmetoden for utenlandske selskaper som tilsvarer subjektene

<sup>100</sup> Hentet fra "Evaluering av skattereformen 2006" (Finansdepartementet, 2011)

<sup>101</sup> Hentet fra "Treprosentregelen – endringer" (Finansdepartementet, 2012)

<sup>102</sup> Lavskatteland defineres ifølge § 10-63 som land der selskaper betaler mindre enn to tredjedeler av skatten de ville betalt på samme inntekt i Norge

<sup>103</sup> Eierposter på mindre enn 10 prosent, eid i mindre enn to år

<sup>104</sup> Hentet fra "Evaluering av skattereformen 2006" (Finansdepartementet, 2011)

<sup>105</sup> Hentet fra "Beskatning av ansvarlige selskaper og kommandittselskaper" (KMPG, 2014)

---

som omfattes etter 1. ledd bokstav a til h. Dette vil si at fritaksmetoden gjelder for utenlandske selskaper som ligner eller tilsvarer norske selskapsformer. Dersom mottakerselskapet er hjemmehørende i et land utenfor EØS gjelder likevel ikke fritaksmetoden for *utbytte* fra norske selskaper, i henhold til Skattelovens § 2-38, 5. ledd.

### 5.1.2 Skatteavtaler

Finansdepartementet definerer skatteavtaler mellom Norge og andre stater som ”alminnelige avtaler til unngåelse av dobbeltbeskatning og forebyggelse av skatteunndragelse, samt andre internasjonale avtaler på skatteområdet”.<sup>106</sup>

Skatteavtalene skal fjerne dobbeltbeskatning som ellers kunne hindre internasjonal handel, investeringer og virksomhet.<sup>107</sup> Et annet viktig hensyn er at skatteavtalene skal hindre dobbel ikke-beskatning av inntekt som er skattepliktig etter intern rett. Skatteavtalene har også et annet selvstendig hovedformål: ”å fremme administrativt samarbeid mellom skattemyndigheter for å hindre skatteunndragelser, bl.a. gjennom utveksling av informasjon”.

### 5.1.3 Kildeskatt

Som hovedregel har utenlandske aksjonærer som mottar utbytte fra norske selskaper begrenset skatteplikt til Norge og må betale 25 prosent kildeskatt på slikt utbytte. For aksjonærer som er hjemmehørende/bosatt i et land Norge har skatteavtale med, er satsen for kildeskatt ofte redusert til 15 prosent eller lavere. Selskapsaksjonærer hjemmehørende i EØS kan ha krav på fullt fritak for kildeskatt etter fritaksmetoden.<sup>108</sup>

## 5.2 Beskatning av ulike selskapsformer

I det følgende skal vi beskrive hvordan selskapsformene presentert i kapittel 4 beskattes, i en PE-kontekst. Når vi omtaler investorer som selskapsinvestorer kommer det av at enkeltpersoner som regel ikke invester midler direkte i PE-fond, men gjennom selskaper. I kommende gjennomgang vil vi ikke vurdere beskatning av *utbytteutdelinger* fra porteføljeselskaper til PE-fond. Bakgrunnen er at eventuelle overskudd i porteføljeselskaper

---

<sup>106</sup> Hentet fra ”Skatteavtaler mellom Norge og andre stater” (Finansdepartementet)

<sup>107</sup> Hentet fra en presentasjonen ”Base Erosion and Profit Shifting (BEPS)” (Sollund, 2013)

<sup>108</sup> Hentet fra ”Kildeskatt på utbytte fra norske selskaper til utenlandske aksjonærer” (Skatteetaten)

eid av PE-fond som regel reinvesteres i porteføljeselskapene i løpet av PE-fondets eierskapsperiode.<sup>109</sup> Det vil derfor være i større samsvar med praksis å kun gjennomgå beskatning av eventuell *gevinst* ved realisasjon av porteføljeselskaper.

### 5.2.1 Beskatning av limited partnerships

Et limited partnership er en egen juridisk enhet, men ikke et eget skattesubjekt. PE-fond som opprettes av norske rådgivningsmiljøer som limited partnerships, eksempelvis på Kanaløyene<sup>110</sup>, er dermed *skattetransparente*. Skattetransparens innebærer at gevinst ved realisasjon ikke beskattes på fondsnivå. I stedet overføres gevinsten til hver selskapsinvestors ligning i henhold til andelen investert i fondet, tilsvarende et deltagerlignende selskap (DLS) i Norge. Etter at selskapsinvestor har mottatt forholdsmessig gevinstoverføring fra et limited partnership, vil en eventuell utdeling fra selskapsinvestor til *personlige aksjonærer* beskattes etter skattereglene i landet disse er hjemmehørende/bosatt.

### 5.2.2 Beskatning av aksjeselskap (AS)

AS er egne skattesubjekter og som hovedregel omfattes et AS sine aksjeinntekter av fritaksmetoden. For et PE-fond etablert som et AS innebærer dette at eventuell gevinst ved realisasjon er skattefri på *PE-fondets hånd*. Dersom gevinst ikke omfattes av fritaksmetoden (se avsnitt 5.1.1), beskattes den fulle gevinsten på PE-fondets hånd med 27 prosent.

Den videre gevinstoverføringen fra fondet til selskapsinvestorene skiller seg fra utdelingen i et skattetransparent fond. I AS vil gevinst ved realisasjon i hovedsak overføres til selskapsinvestorene gjennom *utbytte*. Beskatningen av utbytteutdelingene fra fondet til selskapsinvestorene vil avhenge av hvor selskapsinvestorene er hjemmehørende. Dersom selskapsinvestorene er norske vil utbytteutdelinger fra fondet beskattes etter treprosentregelen på *selskapsinvestorenes hånd*. Treprosentregelen kan derimot i visse tilfeller<sup>111</sup> omgås dersom utdeling foretas på andre måter enn gjennom utbytte.<sup>112</sup>

Dersom selskapsinvestorene er hjemmehørende innenfor EØS vil utbytteutdelinger fra PE-fondet omfattes av fritaksmetoden. Disse selskapsinvestorene kan ha krav på fullt fritak for

---

<sup>109</sup> Hentet fra dybdeintervjuer (Fingarsen & Harboe, 2014), (Partner i advokatfirma, 2014) og (Lundby, 2014)

<sup>110</sup> Hentet fra ”Jersey Taxation of Investment Vehicles” (Richards, 2014)

<sup>111</sup> Diskuteres ytterligere i kapittel 9

<sup>112</sup> Hentet fra dybdeintervju (Partner i advokatfirma, 2014)

---

kildeskatt på utbytte.<sup>113</sup> For selskapsinvestorer som er hjemmehørende utenfor EØS vil derimot utbytteutdeling kunne utløse kildeskatt til Norge, hvis sats reguleres av skatteavtaler. Sammenlignet med skattetransparente strukturer kan derfor AS innebære en skattemessig ulempe for utenlandske investorer utenfor EØS.

### 5.2.3 Beskatning av kommandittselskap (KS)

Et KS er et deltagerlignende selskap og ikke et eget skattesubjekt. Dermed beskattes ikke et PE-fond opprettet som et KS på fondsnivå. Et KS er i stedet gjenstand for nettoligning<sup>114</sup>, som betyr at det foretas et separat inntektsoppgjør på selskapets hånd, som om selskapet var skatteyder. Nettoresultatet fordeles deretter gjennom *utdeling* til deltakerne, til beskatning i deltagerens hjemland. I så måte er også norske KS skattetransparente. Etter at en selskapsinvestor har mottatt forholdsmessig gevinstoverføring fra et KS, vil en eventuell utdeling fra selskapsinvestor til *personlige aksjonærer* beskattes etter skattereglene i landet disse er hjemmehørende/bosatt.

For norske selskapsinvestorer (eksempelvis AS) som er deltagere i et KS, vil mottatt utdeling beskattes etter treprosentregelen, på lik linje med utbytte mottatt fra et AS. Det vil dermed være samme skattemessige behandling av gevinst for norske investorer, uavhengig av om fondet er etablert som et KS eller AS. For utenlandske selskapsinvestorer som er deltagere i et KS, vil selskapsformens skattetransparens medføre at gevinstbeskatning kun forekommer i selskapsinvestors hjemland, på lik linje med et limited partnership.

### 5.2.4 Beskatning av indre selskap (IS)

Et IS er i likhet med et KS en deltagerlignende selskapsform, og dermed skattetransparent. Den skattemessige behandlingen av gevinst vil være tilsvarende som for et KS, både for norske og utenlandske investorer.

### 5.2.5 Forskjeller i beskatning av ulike selskapsformer

Det forekommer et skille i beskatningen av utenlandske selskapsinvestorer, avhengig av om selskapsformen er deltagerlignende (limited partnership, KS eller IS) eller et AS. I AS vil gevinst fra realisasjon av porteføljeselskaper som regel overføres til selskapsinvestorer gjennom *utbytte*. I deltagerlignede selskaper vil tilsvarende aksjegevinst fordeles til

---

<sup>113</sup> Hentet fra ”Kildeskatt på utbytte fra norske selskap til utenlandske aksjonærer” (Skatteetaten)

<sup>114</sup> Hentet fra ”Beskatning av ansvarlige selskaper og kommandittselskaper” (KMPG, 2014)

selskapsinvestorene gjennom *utdeling*. For utenlandske selskapsinvestorer behandles utbytte og utdeling forskjellig, hvor utbytte kan utløse kildeskatt, avhengig av hvor selskapsinvestoren er hjemmehørende. For utenlandske selskapsinvestorer er det dermed en skattemessig fordel å være investert i et PE-fond etablert som et limited partnership, KS eller IS, sammenlignet med et AS. For norske selskapsinvestorer vil den skattemessige behandlingen av gevinst være den samme under samtlige selskapsformer.

## 5.3 Beskatningskjeden i PE

I det følgende vil vi illustrere ulike selskapsvalg og den medfølgende skatterettslige behandling av fondet og selskapsinvestorene. Vi vil skille mellom behandlingen av utenlandske og norske selskapsinvestorer.

### 5.3.1 Norske investorer

Dersom selskapsinvestorene i PE-fondet er reelt etablert i Norge, vil disse ha skatteplikt til Norge for sine inntekter. Investorene har krav om å rapportere disse inntektene til norske skattemyndigheter.

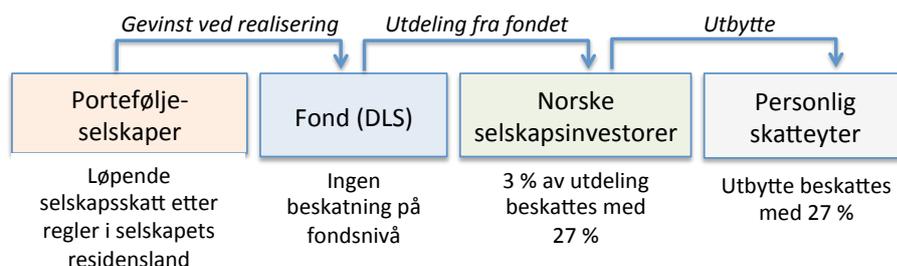
#### **Scenario 1: DLS-form for fondet og porteføljeselskaper omfattet av fritaksmetoden**

For norske investorer vil beskatningen av en eventuell gevinst være den samme ved deltagelse i et limited partnership på Kanaløyene som i et KS/IS i Norge; mottatt utdeling beskattes etter treprosentregelen. Dette forutsetter at porteføljeselskapet omfattes av fritaksmetoden, det vil si at det ikke ligger i et lavskatteland eller er en porteføljeinvestering<sup>115</sup> i et normalskatteland. I løpet av fondets levetid og frem til porteføljeselskapet selges, beskattes porteføljeselskapet for sine inntekter i landet det er lokalisert. Gevinst ved realisasjon, som forholdsmessig tilfaller norske selskapsinvestorer, beskattes i Norge dersom investorene tar ut utbytte fra sine selskaper som *personlige aksjonærer*.<sup>116</sup>

---

<sup>115</sup> Eierposter på mindre enn 10 prosent, eid i mindre enn to år

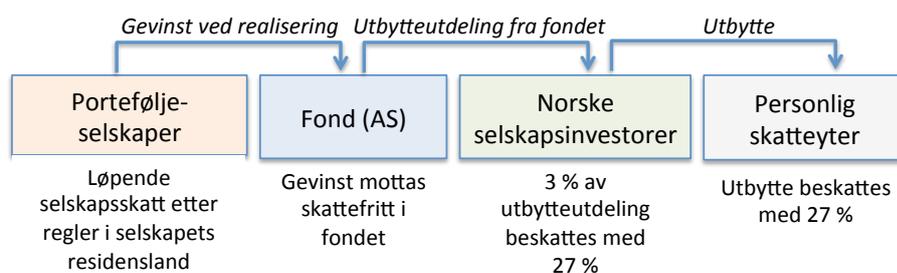
<sup>116</sup> Figurene i denne delen illustrerer 27 prosents beskatning av utbytte for personlige aksjonærer, etter fradrag for skjerming. Vi vil ikke gå nærmere inn på skjerming av utbytte for personlige aksjonærer



Figur 9: PE-fondet er DLS og porteføljeselskaper er omfattet av fritaksmetoden

### Scenario 2: AS-form for fondet og porteføljeselskaper omfattet av fritaksmetoden

Når et porteføljeselskap som omfattes av fritaksmetoden realiseres, vil dette ikke medføre gevinstbeskatning på *fondsnivå*. I den videre utbytteutdelingen fra fondet til selskapsinvestorene vil treprosentregelen komme til anvendelse for norske selskapsinvestorer. Det er dermed ingen skattemessig forskjell mellom scenario 1 og 2.



Figur 10: PE-fondet er AS og porteføljeselskaper er omfattet av fritaksmetoden

### Scenario 3: Porteføljeselskapene omfattes ikke av fritaksmetoden

Gevinst ved realisasjon av porteføljeselskaper som ikke omfattes av fritaksmetoden er ikke fritatt beskatning for norske skattesubjekter. Dersom et fond er etablert som et AS vil den fulle gevinstbeskatningen forekomme på fondsnivå. I den videre utdelingen fra fondet til selskapsinvestorene vil treprosentregelen komme til anvendelse på utbytte. Dersom fondet er etablert som et deltagerlignende selskap (limited partnership, KS eller IS) vil den fulle gevinstbeskatningen forekomme direkte hos selskapsinvestor. For norske investorer vil det i så tilfelle ikke ha noen effekt dersom fondet er etablert som et deltagerlignende selskap i utlandet (som et limited partnership på Kanaløyene); norske selskapsinvestorers forholdsmessige gevinstandel beskattes med 27 prosent i Norge, etter norske skatteregler.

Av de tre scenarioene gjennomgått for norske skatteyster er det scenario 3 som gir den største skattekostnaden. Dette scenarioet er dog ikke vanlig i praksis. De fleste norske PE-

fond har ikke mandat til å investere i porteføljeselskaper i lavskatteland.<sup>117</sup> I tillegg vil PE-fond vanligvis ha eierskapsposter på større enn 10 prosent i sine porteføljeselskaper, og eie disse i mer enn 2 år (se avsnitt 2.4.3.1). Derfor vil vi ikke ytterligere illustrere beskatningen av gevinst ved realisasjon av porteføljeselskaper som ikke omfattes av fritaksmetoden.

### **5.3.2 Utenlandske investorer**

Dersom selskapsinvestorene er hjemmehørende utenfor Norge vil disse ha skatteplikt i sine respektive hjemland. Det er derfor hjemlandets rapporteringskrav og skatterett som gjør seg gjeldende for disse investorene.

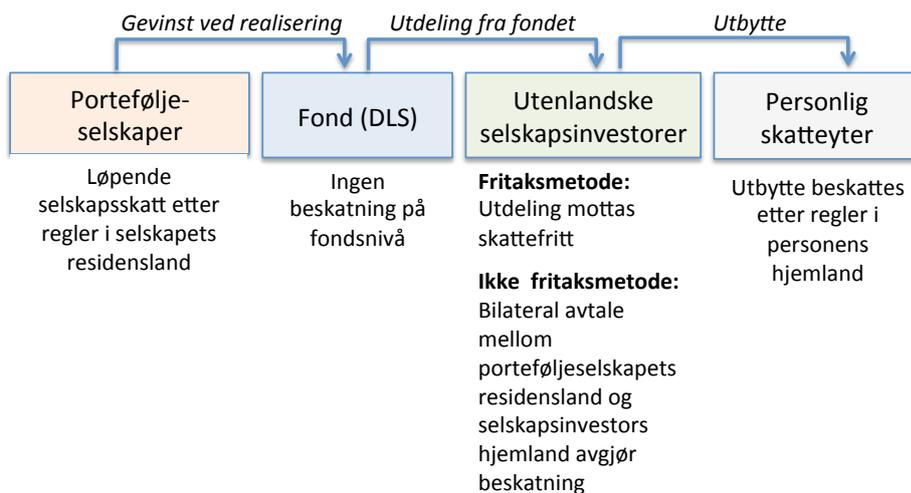
#### **Scenario 4: DLS-form for fondet og porteføljeselskaper omfattet av fritaksmetoden**

Dersom PE-fondet er opprettet som et limited partnership, KS eller IS, vil beskatning avhenge av hvor den utenlandske selskapsinvestor er hjemmehørende. Dersom selskapsinvestor omfattes av fritaksmetoden vil gevinst kunne deles ut skattefritt til selskapsinvestor, til beskatning i hjemlandet. Den videre beskatningen av utbytte til personlige aksjonærer vil avhenge av skattereglene i landet selskapsinvestor er hjemmehørende.

Dersom selskapsinvestor ikke omfattes av fritaksmetoden vil det være bilaterale avtaler mellom porteføljeselskapets residensland og selskapsinvestors hjemstat som kommer til anvendelse ved gevinstbeskatning. Selv om fondet er etablert i Norge, eksempelvis som et KS, vil ikke norske skatteregler ikke komme til anvendelse dersom en gevinstoverføring forekommer mellom to land utenfor Norge (forutsetter her at porteføljeselskapet ikke ligger i Norge). Dette illustrerer poenget med *skattetransparens* i deltagerlignende selskaper; når et selskap utenfor Norge realiseres vil beskatning av eventuell gevinst forekomme direkte i landet selskapsinvestor er hjemmehørende, selv om selskapet var eid av et norsk KS. Ettersom det ikke forekommer beskatning på fondsnivå i et deltagerlignende selskap vil selskapsinvestor beskattes som om aksjepostene hadde vært eid direkte.

---

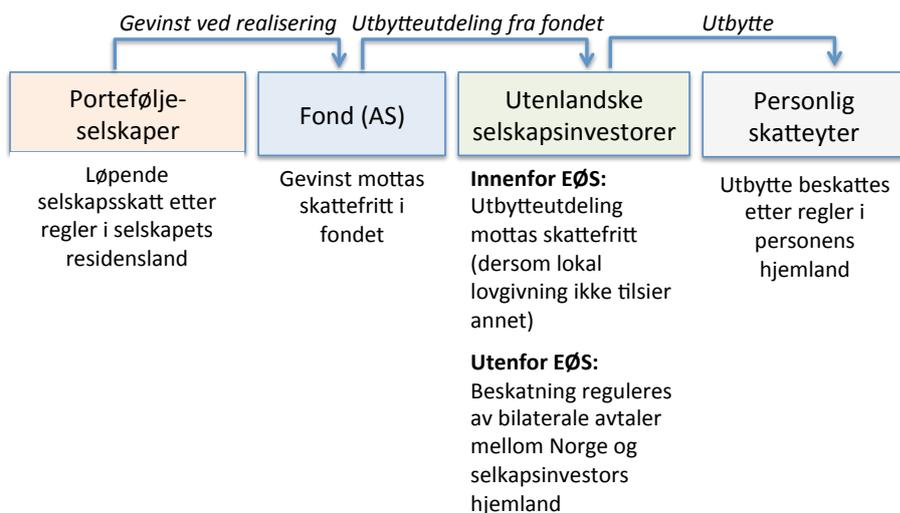
<sup>117</sup> Hentet fra dybdeintervju (Partner i advokatfirma, 2014)



Figur 11: PE-fondet er DLS og porteføljeselskaper som omfattes av fritaksmetoden

### Scenario 5: AS-form for fondet og porteføljeselskaper omfattes av fritaksmetoden

Dersom PE-fondet er etablert som et norsk AS vil eventuell *gevinst* ved realisasjon av et porteføljeselskap som omfattes av fritaksmetoden være skattefri *på fondets hånd*. Beskatningen av den videre utbytteutdelingen til selskapsinvestorene vil avhenge av hvor disse er hjemmehørende. Dersom selskapsinvestorene er hjemmehørende innenfor EØS vil utbytteutdelinger omfattes av fritaksmetoden. Disse selskapsinvestorene kan ha krav på fullt fritak for kildeskatt på utbytte. For selskapsinvestorer som er hjemmehørende utenfor EØS vil utbytteutdeling kunne utløse kildeskatt til Norge, hvis sats reguleres av skatteavtaler.



Figur 12: PE-fondet er AS og porteføljeselskaper omfattes av fritaksmetoden

**Scenario 6: Porteføljeselskapene omfattes ikke av fritaksmetoden**

Som presisert i scenario 3 vil norske PE-fond som regel kun investere i porteføljeselskaper som omfattes av fritaksmetoden. Derfor vil vi kun kort forklare hvordan gevinst ved realisasjon av selskaper som ikke omfattes av fritaksmetoden beskattes, når selskapsinvestorene er utenlandske.

Dersom et porteføljeselskap som ikke omfattes av fritaksmetoden eies av et norsk fond etablert som et AS, vil gevinst ved realisasjon av dette selskapet beskattes på samme måte som i scenario 3 *på fondsnivå*. Dette innebærer full beskatning av *gevinsten* på fondets hånd. Beskatningen av videre utbytteutdeling fra fondet til utenlandske selskapsinvestorer blir den samme som i scenario 5; den vil avhenge av om selskapsinvestor er hjemmehørende i eller utenfor EØS. Dersom PE-fondet er etablert som et deltagerlignende selskap, det være et limited partnership i utlandet eller et KS eller IS, vil beskatningen av gevinst avhenge av bilaterale avtaler mellom porteføljeselskapets residensland (lavskattelandet) og investors hjemland.

**Oppsummering**

For norske selskapsinvestorer vil beskatning av gevinst være den samme uavhengig av hvilket land og hvilken selskapsform PE-fondet har. For utenlandske investorer vil beskatning av gevinst være den samme dersom fondets selskapsform er deltagerlignende. Fond etablert som norske AS vil imidlertid kunne innebære en skattemessig ulempe fordi utdeling forekommer som utbytte. En slik ulempe rammer utenlandske investorer utenfor EØS, som ikke vil få fullt fritak for kildeskatt til Norge.

## 5.4 Relevans for skatteparadisproblematikken

I kapittel 4 forklarte vi at skatteparadiser blant annet kjennetegnes av lav eller ingen beskatning på kapitalinntekter. Dette kan tenkes å være bakgrunnen for inntrykket av at PE-fond lokaliseres i skatteparadiser av skattehensyn. I dette kapittel har vi imidlertid vist at det ved bruk av deltagerlignende selskapsform ikke vil forekomme beskatning *på fondets hånd*, det være ved bruk av et limited partnership på Kanaløyene eller et KS/IS i Norge. Lavskattesatsen på kapitalinntekter vil dermed ikke være av betydning for et norsk PE-fond som etableres som et deltagerlignende selskap på Kanaløyene. Det er med andre ord ikke *jurisdiksjonen*, men den *deltagerlignende selskapsformen*, som gir en form for skattefordel. Denne skattefordelen kan likevel sies å begrense seg til skattenøytralitet for

selskapsinvestorer; de blir behandlet som om de eier aksjepostene direkte og blir beskattet der de er hjemmehørende.

## 5.5 Delkonklusjon

I dette kapitlet har vi vist at det er den deltagerlignende selskapsformen, og ikke fondsjurisdiksjonen, som kan sies å skape en skattefordel for utenlandske selskapsinvestorer i norske PE-fond. Dersom ønsket om en deltagerlignende selskapsform er et vesentlig hensyn bak valg av fondsjurisdiksjon kan det *ikke* forklare hvorfor norske PE-fond etableres på Kanaløyene fremfor i Norge, ettersom deltagerlignende selskapsformer finnes også i Norge. Heller ikke lavskattesatsen på Kanaløyene kan forklare valget av disse jurisdiksjonene, ettersom deltagerlignende selskaper ikke beskattes på fondsnivå.

Videre begrenser skattefordelen seg til *skattenøytralitet* for investorer i kollektive investeringsformer som PE-fond; investorene skattes som om de var direkte eiere i aksjepostene. Selv når selskapsformen ikke er deltagerlignende, som ved bruk av et norsk AS, vil skattenøytralitet i stor grad kunne oppnås etter fritaksmetoden. På bakgrunn av disse funnene formulerer vi følgende hypotese:

*Det foreligger andre hensyn, enn rent skattemessige hensyn for fondet, bak norske rådgivingselskapers valg av Kanaløyene som fondsjurisdiksjon.*

## 6. Hensyn ved valg av fondsjurisdiksjon - litteratur

I forrige kapittel utformet vi en hypotese om at det foreligger andre hensyn, enn rent skattemessige hensyn for fondet, ved valg av fondsjurisdiksjon for norske PE-fond.

I dette kapitlet ser vi mot eksisterende litteratur som bidrar til å belyse hvilke andre hensyn som kan være relevante ved valg av fondsjurisdiksjon. I tillegg til å presentere aktuell litteratur, vil vi ved hver litteraturkilde diskutere i hvilken grad innholdet er relevant for avhandlingens overordnede problemstilling:

*”Hvorfor lokaliseres norske private equity-fond på Kanaløyene?”*

### 6.1 Eksisterende litteratur

Det finnes relativt lite akademisk forskning hva gjelder reelle drivere bak valg av fondsjurisdiksjon i PE-bransjen. Det finnes imidlertid noe eksisterende litteratur som kan bidra til å belyse relevante hensyn. Blant annet finnes det noen rapporter som redegjør for investorenes forventninger og generelle kriterier for optimal strukturering av PE-fond. Aktuelle rapporter, samt annen relevant litteratur, vil gjennomgås i dette kapitlet. En sammenfatning og en mer utbroderende vurdering av hvilke hensyn vi oppfatter som relevante for valget mellom Norge og Kanaløyene som fondsjurisdiksjon, gjennomføres i kapittel 8.

#### 6.1.1 The European Venture Capital & Private Equity Association (EVCA)

I 2010 utarbeidet EVCA rapporten ”Private Equity Fund Structures in Europe”. Rapporten bygger på et initiativ fra 1994 og har blant annet til hensikt å oppfordre til ”best practice” og effektiv fondsstrukturering i europeisk PE-bransje.

Rapporten påpeker at vi nylig har sett fremveksten av et europeisk PE-miljø. Det fremheves at europeisk PE-bransje per i dag presterer under optimalt nivå, grunnet begrensninger i fondenes strukturingsmuligheter. EVCA mener dette spesielt skyldes at noen europeiske land har nasjonale standardstrukturer for PE-fond, som ikke egner seg for bruk i andre land.

I følge rapporten er en av hovedutfordringene de europeiske forvalterne står ovenfor å sørge

---

for å unngå såkalt ”*permanent establishment*” (heretter reell etablering). En ønsker å unngå at rådgivningsmiljøets aktiviteter medfører at PE-fondets investorer (eller fondet selv) blir reelt etablerte i et annet land enn staten de opprinnelig er hjemmehørende. I følge EVCA vil reell etablering kunne medføre dobbeltbeskatning og at PE-investeringer blir ulønnsomme.

Rapporten lister også opp andre kriterier og vilkår for å oppnå optimale nasjonale fondsstrukturer. Disse kriteriene er som følger:

- 1) Skattetransparens for fondet
- 2) Vedvarende nasjonale fondsstrukturer for alle medlemsland i EU
- 3) Fondsstrukturer som er tilpasset internasjonale investorer eller investorer i andre land
- 4) Forhindre reell etablering av fond og /eller fondets investorer
- 5) Ingen merverdiavgift på forvaltningshonoraret
- 6) Ingen restriksjoner på type investeringer som kan gjøres

EVCA hevder at et mer konsistent europeisk skatteklime vil medføre at PE i større grad kan bidra til europeisk økonomi. Dersom PE-fondene kan lokaliseres uten hensyn til særegen lokal selskapsregulering, mener EVCA at fondene vil oppnå vesentlige skalafordeler. Disse fordelene kan tilrettelegge for større investeringer, flere sektorspesialiserte fond, bedre porteføljediversifisering og bedre avkastning for fondene. Lavere etableringskostnader vil også kunne føre til flere etableringer i markedet og dermed økt konkurranse.

### ***Relevans for avhandlingens problematikk***

I rapporten fokuserer EVCA først og fremst på viktigheten av å skape et konsistent europeisk PE-klima. Målet om å oppnå dette ligger utenfor tematikken i vår avhandling. Enkelte europeiske lands uegnede ”nasjonale standardstrukturer” og problematiske implikasjoner for en optimalt presterende europeiske PE-bransje, omtales ikke i denne avhandlingen. Dette blir av underordnet relevans da det er mulig å etablere norske fond i utlandet med andre selskapsformer enn de norske, eksempelvis som limited partnerships på Kanaløyene.

Rapportens forklaring av de ovennevnte 6 kriteriene, er i noe grad vinklet til å være viktig i lys av et ”felleseuropeisk system”. Dette gjelder for eksempel kriterium 2. Dette kriteriet forklares med at europeiske land burde operere med like PE-strukturer eller reguleres på et europeisk nivå for å redusere etableringskostnader, oppnå enklere fondsbeskatning og oppfordre til investering i andre medlemsland ved å bedre kapitalflyt. Et slikt kriterium blir mindre relevant for vår oppgave, ettersom Kanaløyene ikke utgjør en del av EU.

Noen av de nevnte hensynene vil imidlertid være relevante for vår tematikk. Enkelte hensyn bidrar til å belyse hva som er viktig for at en jurisdiksjon skal anses som attraktiv ved lokaliseringen av PE-fond. Eksempelvis påpeker rapporten at det må være mulig å opprette en struktur som ikke medfører reell etablering og strukturer som oppnår skattetransparens for fondet. Videre trekkes moms frem som et kriterium. I følge rapporten bør det ikke pålegges merverdiavgift på verken forvaltningshonorar eller på sukseshonorar. EVCA begrunner dette med at et PE-fond som ikke ilegges momsplikt tiltrekker seg flere investorer. Det er dermed en mulighet at forvalterne tar hensyn til om tjenester levert til fondet blir momspliktig ved valg av fondsjurisdiksjon, noe det kan være interessant å undersøke nærmere.

### 6.1.2 Nordic Innovation

Kriterier for en optimalt presterende *nordisk* PE-bransje er også utredet i litteraturen. I 2011 publiserte Nordic Innovation<sup>118</sup> rapporten ”Obstacles to Nordic Venture Capital Funds”.<sup>119</sup> Rapporten bygger på et initiativ fra 2006 og er del av Nordisk Ministerråds arbeid for å fremme et velfungerende nordisk venturekapital-marked.

Rapporten legger innledningsvis frem en overordnet anbefaling om hvordan det nordiske PE-markedet burde tilrettelegge for å tiltrekke seg mer internasjonal kapital. Nordic Innovations overordnede anbefalinger kan minne om de poenger som fremkommer i EVCA sin rapport. Nordic Innovation peker blant annet på følgende kriterier som nødvendige:

- 1) Skattetransparente strukturer
- 2) Ingen merverdiavgift på forvaltningstjenester
- 3) Unngå reell etablering der lokale rådgivere brukes eller beslutninger tas lokalt
- 4) Forvaltningshonoraret bør beskattes som kapitalinntekt

Rapporten har også til hensyn å belyse hva som hindrer nordiske PE-fonds tilflyt av internasjonal kapital. Slike hindre er for eksempel utenlandske investorers ufordelaktige skatteposisjon ved investeringer i nordiske fond, merverdiavgift på rådgivningstjenester, ugunstig skattebehandling av sukseshonorar for fondets forvaltere og problemer tilknyttet PE-fondets investeringer i utenlandske porteføljeselskaper. Rapporten hevder at slike hindre

---

<sup>118</sup> Nordic Innovation er en nordisk institusjon som jobber for å stimulere til handel og innovasjon på tvers av landegrensene, se [nordicinnovation.org](http://nordicinnovation.org).

<sup>119</sup> ”Obstacles to Nordic Venture Capital Funds - Promoting a common Nordic venture capital market” (Nordic Innovation 2011)

gjør seg gjeldende på forskjellige måter i de ulike nordiske landene. Rapporten vurderer spesifikke hindre i henholdsvis Norge, Sverige, Danmark, Finland og Island.

For Norge påpekes det at et fond kan opprettes som et AS, KS eller et IS og at det er et IS som har mest til felles med et offshore limited partnership.<sup>120</sup> Rapporten beskriver risiko for reell etablering som et norsk hinder, og at slik etablering er sannsynlig for internasjonale investorer dersom de investerer i et KS eller et IS. Som et resultat av reell etablering oppstår skatteplikt til Norge. Det er imidlertid slik at den norske fritaksmetoden i mange tilfeller medfører skattefritak for internasjonale selskapsinvestorer. Rapporten påpeker at internasjonale selskapsinvestorer likevel blir forpliktet til å levere selvangivelse til norske skattemyndigheter, dersom de får reell etablering. Det hevdes at dette, kombinert med enkelte bransjers oppfatning av det norske skattesystemet som lite forutsigbart, virker hindrende for tilflyt av internasjonal kapital til PE-fond lokalisert i Norge.

Rapporten påpeker også at usikkerhet rundt momsplikt for tjenestene rådgivningsmiljøet leverer til fondet kan være et norsk hinder. Usikkerhet tilknyttet klassifisering og beskatning av forvalternes suksesshonorar blir også oppfattet som et hinder.

Det nevnes videre at PE-fond organisert som AS vil være gjenstand for omstendelig regulering av utdelinger fra fondet. Dette kan i seg selv oppfattes som et hinder. I følge rapporten medfører norske hindre til at norske fond, med mål om å tiltrekke seg internasjonale investorer, heller opprettes som skattetransparente limited partnerships i utenlandske offshore jurisdiksjoner, og spesielt Kanaløyene. Dersom fondet kun er tilsiktet norske investorer er det mer sannsynlig at en norsk struktur velges.

### ***Relevans for avhandlingens problematikk***

Selv om rapporten gjennomgående benytter seg av begrepet ”Venture Capital”, påpekes det at rapporten også gjør seg gjeldende for andre typer PE-kapital, for eksempel BO-kapital.

Nordic Innovations rapport har en interessant vinkling i lys av denne avhandlingens tematikk. Det påpekes blant annet at norske PE-fond som oftest opprettes som limited partnerships på Kanaløyene dersom målet er å tiltrekke seg internasjonale investorer. Rapporten fremlegger også det som menes å være særnorske hindringer. Dette er relevante synspunkter som kan bidra til å besvare hvorfor norske fond opprettes på Kanaløyene

---

fremfor i Norge. Enkelte momenter som omtales i rapporten har likevel ikke direkte kobling til vår problematikk. Dette gjelder for eksempel spørsmålet om klassifisering<sup>121</sup> og beskatning av forvaltningshonoraret. Dette er en meget interessant diskusjon, men som i denne avhandlingen ikke anses som relevant for valg av *fondsjurisdiksjon*. Bakgrunnen er at norske forvaltere uansett må beskatte eventuelle forvaltningshonorar i Norge, til tross for at PE-fondet er lokalisert på Kanaløyene.

### **6.1.3 Bugge, Arentz-Hansen & Rasmussen (BAHR) ved Peter Hammerich**

Det norske advokatfirmaet BAHR utarbeidet i 2011 et notat til NVCA med navn ”Rettslige rammer for private equity-bransjen i Norge”.<sup>122</sup> I følge BAHR har notatet til hensikt å beskrive hvordan norsk PE-virksomhet organiseres og hvordan slik virksomhet er regulert i Norge per i dag.

Notatet presenterer betydningsfulle vurderingskriterier ved valg av selskapsform for et PE-fond. Forfatteren skiller mellom selskapsstrukturene AS/ASA, KS, IS og limited partnership. Følgende kriterier listes som tradisjonelt styrende for valg av selskapsform for fondet:

- 1) Hvem som skal investere i PE-fondet (målgruppe) og betydningen av at rammelovgivningen er tilpasset PE-virksomhet
- 2) Kapitaleffektiv struktur
- 3) Skattemessig effektiv struktur
- 4) Begrenset ansvar for investorene
- 5) Rammebetingelser: forutsigbarhet, fleksibilitet, mv.

#### ***Relevans for avhandlingens problematikk***

Kriteriene listet opp i notatet er relevante for vår tematikk, til tross for at de sikter direkte til valg av PE-fondets selskapsstruktur, heller enn jurisdiksjon. Dersom en eller flere selskapsformer i større utstrekning tilfredsstiller kriteriene listet opp i notatet, kan jurisdiksjoners tilgjengelige selskapsformer være et viktig hensyn ved valg av fondsjurisdiksjon.

---

<sup>121</sup> Klassifisering av forvaltningshonorar er et svært aktuelt tema mens denne avhandlingen skrives. Det foreligger store diskusjoner rundt hvorvidt honoraret skal klassifiseres som kapitalinntekt, virksomhetsinntekt eller lønn for forvalterne av fondet. Det har den siste tiden også blitt gjennomført rettsaker tilknyttet emnet både i Sverige og i Norge.

<sup>122</sup> Basert på ”Rettslige rammer for private equity-bransjen i Norge” (Hammerich 2011)

---

Vurderingskriterium 1 sikter til at selskapsstrukturer i utenlandske jurisdiksjoner nesten alltid velges dersom fondet har en stor andel utenlandske investorer, og er dermed høyst relevant for vår problemstilling. Vurderingskriterium 4 er noe mindre relevant ettersom denne avhandlingen kun vurderer AS, IS, KS og limited partnership. Som diskutert i kapittel 3, har de eksterne investorene et begrenset ansvar ved alle disse selskapsformene. Dersom styreorganet i et IS, KS og limited partnership investerer gjennom holdingstrukturer (aksjeselskaper), vil også disse få et begrenset ansvar.

#### **6.1.4 Drangsholt – Norges Handelshøyskole (NHH)**

I masteravhandlingen ”The Determinants of Where Nordic Private Equity Funds are Domiciled”<sup>123</sup> fra 2011 har forfatteren studert hvilke faktorer som bestemmer hvor nordiske fond lokaliseres ved hjelp av en empirisk studie. Studien tar for seg et datasett bestående av 122 nordiske PE-fond forvaltet av 46 forskjellige fondsforvaltere.

På bakgrunn av en kvalitativ analyse konkluderer forfatteren med at hovedhensynet ved valg av fondsjurisdiksjon er hvorvidt fondet sikter seg mot internasjonale investorer. Med utgangspunkt i konklusjonen utføres det en kvantitativ analyse av empiriske data for å undersøke om det er større sannsynlighet for at nordiske PE-fond med internasjonal investorbase benytter utenlandske jurisdiksjoner. Forfatteren finner at sannsynligheten for at nordiske PE-fond etableres i en utenlandsk jurisdiksjon er signifikant høyere dersom en større andel av investorene er internasjonale.

Studien belyser også at nordiske PE-fond er lite tilpasset internasjonale PE-investorers behov. Forfatteren hevder at dette i hovedsak skyldes at nordiske land i liten grad tilrettelegger for internasjonale PE-investorers krav til skattemessige og rettslige forhold, men også at internasjonale investorer ikke har tillit til nordiske fondsstrukturer.

#### ***Relevans for avhandlingens problematikk***

I avhandlingen belyser forfatteren svært sentrale emner for vår problemstilling. For det første finner forfatteren en korrelasjon mellom internasjonal investorbase og nordiske PE-fonds lokalisering i utlandet. Et slikt funn er med på å forsterke argumentet om at hensynet til fondets investorbase er relevant for valg av selskapsform, og følgelig fondsjurisdiksjon, slik det fremkom i notatet fra BAHN. En slik sammenheng kan indikere at norske fond plasseres

---

<sup>123</sup> Basert på ”The determinants of where Nordic private equity funds are domiciled” (Drangsholt 2011)

på Kanaløyene for å tilfredsstille internasjonale investorers preferanser.

I sin konklusjon hevder forfatteren at nordiske land har *lite tilpassede skattemessige og rettslige forhold* for internasjonale investorer. Dette synspunktet er også interessant for vår problemstilling. Lite tilpassede skattemessige og rettslige norske forhold kan bidra til å forklare hvorfor norske fond plasseres på Kanaløyene fremfor Norge. Forfatteren sikter hovedsakelig til to uheldige skattemessige forhold i Norge. For det første internasjonale investorers risiko for reell etablering, og for det andre er det usikkerhet om hvilke regler som gjør seg gjeldende ved slik etablering. Forholdene dreier seg ikke om forskjeller i skattesats, i likhet med vår delkonklusjon i kapittel 5.

### **6.1.5 Kapitalfluktutvalget**

Kapitalfluktutvalget fremla i 2009 rapporten ”Skatteparadis og utvikling”.<sup>124</sup> Rapporten har til hensikt å utrede skatteparadisers og lukkede jurisdiksjoners funksjon ved kapitalflukt fra utviklingsland.

I rapporten redegjøres det blant annet for investeringsaktivitetene til det norske investeringsfondet Norfund. Fondet er statseid og dets kjernevirksomhet er å finansiere næringsvirksomhet i utviklingsland. Fondet invester både direkte i selskaper i utviklingsland og gjennom andre fond. På det tidspunkt rapporten ble utarbeidet hadde Norfund investert i 35 ulike fond. Av disse var 29 lokalisert i det rapporten kategoriserer som skatteparadiser. Mauritius faller inn under denne kategoriseringen og var den klart mest brukte jurisdiksjonen for Norfunds fondsinvesteringer.

I et notat<sup>125</sup> sendt til Kapitalfluktutvalget begrunner Norfund sin bruk av skatteparadiser. I notatet hevder Norfund at det ikke er sekretessenivået som gjør skatteparadisene til attraktive fondsjurisdiksjoner. I stedet blir det pekt på spesielt fire forhold som etter Norfunds mening legitimerer investeringer i slike land:

- 1) Sikker og kostnadseffektiv håndtering av transaksjoner mellom investorers hjemland og bedriftene fondet investerer i
- 2) Et godt og stabilt juridisk rammeverk spesialtilpasset finanssektorens behov
- 3) Ordninger som hindrer unødig beskatning i tredjeland

---

<sup>124</sup> Basert på ”Skatteparadis og utvikling” (Kapitalfluktutvalgt, 2009)

<sup>125</sup> Hentet fra ”Norfunds fondsvirksomhet og bruk av oversjøiske finanssentra” (Norfund, 2009)

#### 4) Politisk stabilitet

Norfund mener at skatteparadiser ofte har godt utviklede systemer for betalinger over landegrensene, og derfor egner seg for lokalisering av fond. Norfund viser eksempelvis til at bankene på Mauritius har store kontornettverk på det afrikanske fastlandet, hvor Mauritius-fondenes investeringer hovedsakelig gjøres. Videre påpeker Norfund at regelverket i skatteparadiser ofte er tilrettelagt for investeringsfond, og at en del av fondsinvesteringene ikke hadde vært tillatt etter norske regler.

I notatet blir det også poengtert at skatteparadiser ofte har etablert store nettverk av skatteavtaler. Slike avtaler forhindrer i følge Norfund dobbeltbeskatning. Videre uttaler Norfund at lokalisering i skatteparadiser ikke reduserer skatteinngangen i landene der porteføljeselskapene ligger og at fondene ikke brukes til å hvitvaske penger.

Norfund mener at skatteparadisene ofte har sterkere rettstradisjoner enn andre land i samme region og at skatteparadisene relativt sett har mindre korrupsjon. Lokalisering i skatteparadiser vil dermed, etter deres mening, redusere den politiske risikoen og sannsynligheten for overgrep fra myndighetene.

#### ***Relevans for avhandlingens problematikk***

Kapitalfluktutvalgets rapport er verken spesifikt tilsiktet PE-bransjen eller norske PE-forvalteres valg av fondsjurisdiksjon. Rapporten skiller seg dermed fra de ovennevnte litteraturkildene. Rapporten er imidlertid svært aktuell for tematikken i vår avhandling. For det første belyser Kapitalutvalgets rapport ulike problemer tilknyttet bruk av skatteparadiser. Dette er svært relevant for vår avhandling og diskuteres ettertrykkelig i kapittel 4.

Videre er Norfunds kommentarer relevante innspill for å forstå hvordan et fond selv begrunner bruk av skatteparadiser. Relevansen begrenses imidlertid noe av Norfunds resonnementer bak de forhold som fremlegges. Dette gjelder blant annet uttalelsen om at skatteparadisene relativt sett har en sterkere rettstradisjon og lavere korrupsjon sammenliknet med andre land i samme region. Ved en sammenlikning mellom Norge og Kanaløyene vil et slikt utsagn trolig ikke være relevant. Norske PE-fond er formodentlig ikke opprettet på Kanaløyene fordi Norge oppfattes som et land med høy korrupsjon eller med svak rettstradisjon blant PE-bransjens aktører. På samme måte er argumentet om at bankene i skatteparadiset Mauritius har et stort kontornettverk i de afrikanske landene lite relevant for vår avhandling. Store deler av norske PE-fonds investeringer forekommer på det nordiske

eller europeiske kontinent. Det er lite trolig at bankene på Kanaløyene har større filialnettverk i Norden og det øvrige Europa, enn Norge.

## 6.2 Oppsummering og delkonklusjon

I dette kapitlet har vi gjennomgått litteratur vi mener bidrar til å kaste lys over hvilke hensyn som kan gjøre seg gjeldende ved valg av fondsjurisdiksjon for norske PE-fond. I likhet med konklusjonen vi trakk i kapittel 5, presenterer heller ikke litteraturen argumenter for at en minimering av skattebyrde, utover skattetransparens for fondet, er viktig ved valg av fondsjurisdiksjon.

Ettersom det finnes skattetransparente strukturer i både Norge og på Kanaløyene, synes det å være andre forhold som er avgjørende for valg av fondsjurisdiksjon. Dette leder oss over på hvilke regulatoriske forhold og rammebetingelser som er viktige for et PE-fond og dets investorer. Mange av de ovennevnte kriterier knytter seg nettopp til slike forhold. Dette gjelder blant annet kapitaleffektivitet, reell etablering og merverdiavgift. Videre blir stabilitet og tillit til stadighet nevnt i eksisterende litteratur. For å forstå hva som driver valget mellom Norge og Kanaløyene som fondsjurisdiksjon, blir det viktig å forstå hvilke forskjeller som foreligger mellom jurisdiksjonene ved de ovennevnte punkter. Det blir også viktig å vurdere hvilke selskapsspesifikke forskjeller som gjør seg gjeldende. En slik gjennomgang forekommer i første del av denne avhandlingens analysedel, det vil si i kapittel 8.

## 7. Metode

Denne avhandlingen har, som diskutert i kapittel 1, ikke til hensikt å følge en tradisjonell samfunnsvitenskapelig struktur. Frem til dette punktet har det derfor blitt presentert teori som i enkelte tilfeller preges av ”analytiske elementer” eller som etterfølges av analyserende delkapitler/kapitler. Konkretisering av metodevalg fremkommer dermed først i dette kapitlet. Grunnen til dette er at de påfølgende kapitlene må betraktes som rene analysekapitler og leder frem til svar på problemstillingen ”hvorfør lokaliseres norske private equity-fond på Kanaløyene” i form av en konklusjon.

I forrige kapittel presenterte vi ulike litteraturkilder for å belyse hvilke hensyn som kan gjøre seg gjeldende ved valg av fondsjurisdiksjon. Hver litteraturkildes relevans for avhandlingens problemstilling ble diskutert i egne avsnitt. I de to følgende kapitlene skal vi 1) sammenfatte og gjennomgå hvilke hensyn og kriterier vi mener kan være aktuelle ved valg av fondsjurisdiksjon og 2) kartlegge hvilke av disse hensynene som er reelle drivere for lokaliseringen av norske PE-fond. Metoden som er benyttet for innhenting av data til analyseformål gjennomgås i dette kapitlet.

### 7.1 Valg av metode

Metode kan beskrives som en planmessig fremgangsmåte og bør tilpasses *målet med studien* og hvilke *ressurser* en har til disposisjon.<sup>126</sup> I all hovedsak er det vanlig å skille mellom et kvalitativt og kvantitativt forskningsdesign. Begge metoder har sine fordeler og ulemper, men det viktigste kriteriet burde imidlertid være at metoden best egner seg til å svare på det aktuelle forskningsspørsmålet og det formålet forskeren har med studien.<sup>127</sup> Vi har i denne avhandlingen gjennomgående valgt å benytte oss av *kvalitativ metode*, nærmere bestemt av *individuelle dybdeintervjuer*. Vi skal i det følgende definere disse begrepene.

#### 7.1.1 Kvalitativ metode

Formålet med kvalitativ metode er å samle inn data som gjør det mulig å forstå et fenomen, for eksempel gjennom kunnskap om personer eller grupperes erfaringer, opplevelser,

---

<sup>126</sup> Hentet fra ”Metode og dataanalyse: med fokus på beslutninger i bedrifter” (Gripsrud, Olsson, & Silkoset, 2004)

<sup>127</sup> Hentet fra ”Hvordan lese kvalitativ forskning?” (Leseth & Tellmann, 2014)

---

oppfatninger og handlinger.<sup>128</sup> Eksempler på kvalitative metoder er kvalitative intervjuer, feltobservasjoner og historiske kildestudier.

Ved bruk av kvalitativ metode arbeides det med *få enheter*, men *mange variabler*. En svakhet ved kvalitativ tilnærming er derfor at metoden i mindre grad gir resultater som kan generaliseres. Dette problemet gjør seg også gjeldende for kvalitative intervjuer. Det hevdes at kunnskapen som samles inn ved hjelp intervjuer er *kontekstuell*.<sup>129</sup> Dette innebærer at kunnskap som hentes inn i én situasjon ikke automatisk kan overføres til, eller sammenliknes med, kunnskap innhentet i andre situasjoner. Generaliserbare resultater kan enklere oppnås ved bruk av kvantitativ metode fordi kvantitative studier typisk inkluderer langt flere respondenter.<sup>130</sup>

#### **7.1.1.1 Kvalitative intervjuer<sup>131</sup>**

Kvalitative intervjuer har som hovedformål å *produsere* kunnskap. Gjennom intervjuet ønsker man å forstå verden sett fra intervjupersonens ståsted. Man søker å få frem betydningen av folks erfaringer, og avdekke deres opplevelse av en situasjon forut for vitenskapelige forklaringer. Eksempler på kvalitative intervjuer er dybdeintervjuer, livshistorie og fokusgruppeintervjuer. Felles for alle former er at de intervjuede står fritt til å bruke egne ord til å besvare spørsmål, i motsetning til besvarelse ved bruk av spørreskjema, der respondenten velger mellom forhåndsdefinerte svaralternativer.

Kunnskap som produseres gjennom kvalitative intervjuer konstrueres sosialt i samspill mellom intervjueren og intervjupersonene. Dette innebærer at kunnskap ikke bare graves frem, men skapes i fellesskap mellom involverte parter. For at kunnskap skal kunne produseres ved hjelp av kvalitative intervjuer følger spesifikke utfordringer, deriblant etiske. Det kreves en nyansert balanse mellom intervjuernes ønske om å innhente relevant informasjon og respekt for intervjupersonens integritet.

---

<sup>128</sup> Hentet fra "En undersøkelse viser... Bruk og misbruk av meningsmålinger" (Hanssen-Bauer & Gangdal, 2008)

<sup>129</sup> Hentet fra "Det kvalitative forskningsintervju" (Kvale & Brinkmann, 2009)

<sup>130</sup> Hentet fra "Indføring i samfundsvidenskabelig metode" (Harboe, 2006)

<sup>131</sup> Hentet fra "Hvordan lese kvalitativ forskning?" (Leseth & Tellmann, 2014) og "Det kvalitative forskningsintervju" (Kvale & Brinkmann, 2009) om annet ikke er oppgitt

### **Individuelle dybdeintervjuer<sup>132</sup>**

Individuelle dybdeintervjuer gjennomføres når man ønsker å avdekke individers personlige erfaringer, meninger og lignende. Dybdeintervjuer kan ta flere former, men personlige dybdeintervjuer er generelt sett et fysisk møte mellom intervjueren og den intervjuede. Dybdeintervjuer har som formål å komme i dybden av temaet som undersøkes og gi intervjupersonen tid å reflektere. Normalt vil slike intervjuer vare 1-2 timer.

### **Intervjuguide**

Dybdeintervjuer forberedes vanligvis med en såkalt intervjuguide. En intervjuguide er et manuskript som i større eller mindre grad strukturerer intervjuforløpet. Guiden fungerer som et hjelpemiddel for å holde fokus på de tema som skal utforskes. I hvilken grad intervjueren forholder seg til guiden og hvor mye vedkommende følger opp intervjuobjektets svar, og de nye retninger disse kan åpne for, avhenger av om intervjuet har en *strukturert*, *semi-strukturert* eller *ustrukturert* form. I et strukturert intervju er både tema og spørsmålsformuleringer nedfelt i intervjuguiden. Disse følges i en bestemt rekkefølge. I et semi-strukturert intervju vil intervjueren også støtte seg til intervjuguiden, men spørsmål og spørsmålenes rekkefølge kan varieres i større grad. Et ustrukturert intervju minner mer om en samtale der spørsmål ikke er formulert på forhånd, men tilpasses situasjonen og den som blir intervjuet.

## **7.2 Begrunnelse for valg av metode**

### **7.2.1 Metoden støtter avhandlingens formål**

Det er viktig at valgt metode på best mulig måte egner seg til å svare på forskningsspørsmålet og det *formålet* forskeren har med studien. Denne avhandlingen har som tidligere nevnt et todelt formål. For det første ønsker vi å gi leseren en innføring i private equity og en forståelse av hvordan norske private equity-fond typisk organiseres. Da kvalitativ metode er best egnet for å forstå et fenomen, vil en kvalitativ fremgangsmetode etter vår oppfatning underbygge dette formålet. Avhandlingens andre formål er å kartlegge hvilke hensyn som oppfattes som reelle drivere for valg av fondsjurisdiksjon i norsk PE-bransje. Bruk av individuelle dybdeintervjuer vil da være hensiktsmessig fordi vi her er

---

<sup>132</sup> Hentet fra ”Metode og dataanalyse: med fokus på beslutninger i bedrifter” (Gripsrud, Olsson, & Silkoset, 2004)

---

interessert i å avdekke hva PE-bransjens aktører *selv* mener er viktig og hvilke erfaringer de har gjort seg ved valg av fondsjurisdiksjon.

For å kunne forstå norsk PE-bransje og hvilke hensyn som foreligger ved valg av fondsjurisdiksjon, har vi i første omgang kombinert eksisterende litteratur og dybdeintervjuer av såkalte ”fagpersoner”.<sup>133</sup> Det er på bakgrunn av denne datainnsamlingen vi først har analysert potensielle skattemotiver bak norske PE-fonds lokalisering på Kanaløyene. Vi har valgt å gjennomføre dybdeintervjuer med utvalgte fagpersoner for å utvikle en inngående forståelse for hvordan norsk PE-bransje fungerer i praksis, og for å forstå hvilke skatteregler som gjør seg gjeldende for et PE-fond og fondets interessenter. Bruk av dybdeintervjuer supplerer et, etter vår oppfatning, lite utbroderende litteraturfundament tilknyttet det norske PE-miljøet. Samtidig gir dybdeintervjuene anledning til å stille oppfølgingsspørsmål, som ytterligere spisser informasjonen inn mot vår problemstilling. Dette ville ikke vært mulig ved bruk av en kvantitativ metode, som for eksempel spørreundersøkelser.

I andre omgang benyttes i tillegg dybdeintervjuer med aktører i norske rådgivningsmiljøer for å avdekke hva aktørene *selv* oppfatter som reelle drivere for valg av fondsjurisdiksjon. Vi ser det som hensiktsmessig å tillate rådgivningsmiljøene å selv ytre sine tanker rundt ulike hensyn bak valg av fondsjurisdiksjon, for å skape et mest mulig nyansert bilde. Potensielle hensyn som ikke fremkommer i verken media eller i annen litteratur vil dermed kunne avdekkes. Kvalitative metoder dreier seg om å samle inn virkelighetsnær og nyansert informasjon og tolke disse i forhold til aktuell kontekst, og passer dermed vårt formål.

I vår avhandling gir datainnsamling fra intervjuer med ”fagpersoner” grunnlag for utforming av spørsmål som ønskes besvart i intervjuer med ”PE-aktører”. En slik todelt fremgangsmåte er i tråd med hvordan litteraturen beskriver at kvalitativ metode kan brukes. Kvalitative metoder er teoriutviklende, slik at teori og antakelser formes underveis. Teori danner gjerne utgangspunkt for innsamling av data, mens innsamlet data benyttes til å fokusere og utvikle teoriene og således danne et nytt utgangspunkt for innsamling av data.<sup>134</sup>

På bakgrunn av diskusjonen over, finner vi kvalitativ metode og bruk av dybdeintervjuer som tilfredsstillende for avhandlingens formål.

---

<sup>133</sup> Såkalte fagpersoner omtales mer utdypende i avsnitt 7.3.1

<sup>134</sup> Hentet fra ”Indføring i samfunnsvidenskabelig metode” (Harboe, 2006)

## 7.2.2 Metoden benytter seg av tilgjengelige ressurser

Det er hensiktsmessig at valg av metode på en praktisk måte benytter tilgjengelige ressurser. Individuelle dybdeintervjuer virker upraktiske fordi de generelt er svært tidkrevende, kostbare og omfattende å utføre. Dette medfører at metoden innebærer et høyt ressursforbruk sammenliknet med andre former for datainnsamling. I forbindelse med denne avhandlingen kunne bruk av individuelle dybdeintervjuer legitimeres blant annet med at alle intervjuobjekter befant seg i samme by som forfatterne (Oslo). Dette medførte få reisekostnader og begrenset reisetid.

En annen grunn til at det kan være ressurskrevende å benytte individuelle dybdeintervjuer er at slike intervjuer kan være vanskelig å utforme. Ved bruk av spørreundersøkelser er det for eksempel mulig å hente råd om standardteknikker og regler for utforming i ulike lærebøker. For intervjuforskning er det derimot få prosedyrer som er allment godkjent.<sup>135</sup> Som følge av at dybdeintervjuer ikke har en eksplisitt oppbygning, gitt av bestemte prosedyrer, må intervjuferdigheter i større grad læres gjennom intervju praksis.

Videre kan ikke intervjuer på forhånd planlegges i minste detalj. Dette gjør at mange metodologiske beslutninger må fattes underveis i intervjuet. Det er i den sammenheng viktig å lytte til svarene intervjupersonen gir. Dersom intervjueren har evnen til å forstå svarene, gir dette mulighet til å komme med oppfølgende spørsmål. Dermed krever dybdeintervjuer at intervjueren setter seg godt inn intervjuenes tematikk, noe som enten fordrer et tilfredsstillende eksisterende kunnskapsnivå eller tidkrevende forarbeid.

På den andre siden kan det være praktisk å benytte seg av individuelle dybdeintervjuer. Det kan for eksempel være svært vanskelig å samle forretningsfolk i fokusgrupper.<sup>136</sup> Dette gjelder spesielt ved sensitive intervjutemaer der respondenten ikke ønsker å utale seg i nærvær av andre. Videre kan det være praktisk å organisere metoden som individuelle dybdeintervjuer dersom man ikke ønsker at intervjupersonen skal bli påvirket av andre.

---

<sup>135</sup> Hentet fra "Det kvalitative forskningsintervju" (Kvale & Brinkmann, 2009)

<sup>136</sup> Omtalt i "Metode og dataanalyse: med fokus på beslutninger i bedrifter" (Gripsrud, Olsson, & Silkoset, 2004)

## 7.3 Praktisk gjennomføring

Som datagrunnlag for avhandlingen gjennomførte vi 10 intervjuer, der totalt 11 intervjupersoner var deltakende. Intervjuene ble gjennomført i perioden oktober-november 2014, i de intervjuedes lokaler i Oslo. Hvert intervju varte mellom 1-2 timer og foregikk på en semi-strukturert form. Intervjuene ble dermed forberedt med intervjuguide, hvor temaer og tentative spørsmål ble formulert. Intervjuguiden ble tilpasset noe fra intervju til intervju, men i hovedsak var rammen som gjengitt i vedlegg 1. Alle intervjuene ble tatt opp med lydopptaker og senere renskrevet ved transkribering. Totalt utgjør råmaterialet fra intervjuene omtrent 200 dataskrevne sider, og vedlegges derfor ikke avhandlingen i sin helhet. Utdrag i form av sitater følger i kapittel 9.

### 7.3.1 Utvalg

Som nevnt i avsnitt 7.2.1 har vi valgt å gjennomføre to forskjellige typer dybdeintervjuer; intervjuer med såkalte fagpersoner innenfor skatt, juss og PE, og intervjuer av såkalte PE-aktører i det norske rådgivningsmiljøet.

#### *Fagpersoner*

I denne avhandlingen har vi benyttet data som er hentet inn fra intervjuer med 5 ulike fagpersoner. Med fagpersoner mener vi personer som har ekspertise innenfor skatt, juss eller PE, eller samtlige emner. De intervjuede fagpersonene består av:

- Camilla Fingarsen og Harald Kvalum fra Skatt Øst
- Knut Traaseth, generalsekretær i Norsk Venturekapitalforening (NVCA)
- Tre partnere i tre ulike norske advokatfirma

Partnerne i de norske advokatfirmaene ønsket å være anonyme ved utsagn og kommentarer benyttet i vår avhandling. Bakgrunnen er at disse firmaene representerer flere norske PE-selskaper, og partnerne ønsker ikke at deres uttalelser knyttes til spesifikke klientforhold.

#### *PE-aktører*

Vi har intervjuet 5 personer omtalt som PE-aktører. Med PE-aktører mener vi mennesker som er ansatt i norske rådgivingselskaper. Disse intervjupersonene er typisk partnere eller andre sentrale personer i det aktuelle rådgivingselskapet. Felles for de intervjuede er at disse i større eller mindre grad er medvirkende når beslutning om fondsjurisdiksjon skal gjøres.

---

Dermed hadde alle grunnlag for å uttrykke hvilke hensyn som oppfattes som viktige ved valg av fondsjurisdiksjon. I det følgende presenterer vi PE-aktørene i vårt utvalg, samt kort informasjon om selskapene de representerer:<sup>137</sup>

**Liv Marit Lundby, Director Corporate Affairs, HitecVision**

HitecVision er Europas ledende PE-selskap med fokus på investeringer innenfor offshore olje og gass. Selskapet ble opprettet i 1994 og har sitt hovedkontor i Stavanger, men også lokaler i Oslo. I dag har selskapet 5 aktive fond, og forvalter omtrent 33 milliarder NOK. Samtlige av HitecVisions aktive fond er lokalisert på Guernsey.

**Stine Foss, Partner/CFO, Northzone Venture (Northzone)**

Northzone er et europeisk venturekapital partnerskap som ble etablert i 1995. Selskapet fokuserer på teknologibedrifter og siden selskapets etablering har det opprettet 7 PE-fond. I dag har selskapet 4 aktive fond, og forvalter omtrent 4 milliarder NOK. De to eldste fondene er lokalisert i Danmark og de to nyeste på Jersey.

**Morten Welo, COO/Investor Relations, FSN Capital (FSN)**

FSN er et ledende nordisk PE-selskap som ble etablert i 2000. Selskapet har siden starten opprettet fire PE-fond, hvorav et av dem ble realisert i 2007. Per i dag har selskapet omtrent 9 milliarder NOK under forvaltning. Samtlige fond forvaltet av FSN er lokalisert på Jersey.

**Einar Blix, Senior Partner, Herkules Capital (Herkules)**

Herkules er et av Norges ledende PE-selskaper og ble etablert i 2003. Herkules har per i dag 3 aktive fond, og omtrent 13 milliarder NOK under forvaltning. Alle fondene forvaltet av Herkules er lokalisert på Jersey.

**Anders Misund, Partner, EQT Partners (EQT)**

Det svenske rådgivningsmiljøet EQT ble etablert i 1994. Siden den gang har selskapet reist 17 fond, hvorav 13 er aktive per i dag. EQT Partners i Oslo er det svenske selskapets norske rådgivningsfilial. EQT er et av de største PE-selskapene i Europa, og har per i dag rundt 163 milliarder NOK under forvaltning. Med unntak av to fond lokalisert i henholdsvis Nederland og UK, er alle øvrige fond forvaltet av EQT lokalisert på Guernsey.

---

<sup>137</sup> Alle tall på kapital under forvaltning i norske fond er hentet fra Argentums markedsdatabase og er konvertert fra millioner EUR til millioner NOK med en konservativ kurs på 8,00

### 7.3.2 Utvalgets representativitet

Per i dag finnes det 51 ulike rådgivningsmiljøer i Norge, som til sammen forvalter 107 fond.<sup>138</sup> Ved inngangen av 2014 var total kapital under forvaltning i norske fond omtrent 85 milliarder NOK.<sup>139</sup> Med unntak av EQT<sup>140</sup>, forvaltet rådgivningsmiljøene representert i vårt utvalg til sammen omtrent 46,5 milliarder NOK ved inngangen av 2014.<sup>141</sup> Dette utgjør omtrent 55 % av total kapital under forvaltning i norske fond. Selv om utvalget er begrenset til et fåtall sentrale personer i norske rådgivningsmiljøer, utgjør kapitalen som forvaltes av disse rådgivningsmiljøene over halvparten av den totale kapitalen under forvaltning av den norske PE-bransjen. Hvert rådgivningsmiljø i vårt utvalg har også flere simultant aktive fond, hvorav de fleste er lokalisert på Kanaløyene.

Vi har valgt å inkludere EQT i vårt utvalg, til tross for at EQT er et svensk PE-selskap med EQT Partners i Oslo som norsk rådgivningsfilial. Fra og med 2012 har EQT valgt å etablere nye PE-fond utenfor Kanaløyene, til tross for at tidligere fond har blitt lokalisert, og fremdeles ligger, på Kanaløyene. I så måte er EQT sine synspunkter på emner tilknyttet avhandlingens problemstilling svært relevante. EQTs forvaltede kapital gjenspeiler derimot ikke kapital forvaltet av helnorske rådgivningsmiljøer, og er dermed ikke inkludert i tallene som beskriver utvalgets prosentvise representativitet, som vist over.

Utvalgets representativitet må sies begrenset av den kategori av PE-aktører det representerer. Samtlige av PE-aktørene i utvalget er store etter norsk målestokk<sup>142</sup>, som har direkte kobling med at de reiser internasjonal kapital. Det finnes imidlertid mange mindre rådgivningsmiljøer i Norge, som forvalter betydelig mindre summer kapital, og som kun har norske eller nordiske investorer. Utvalgets synspunkter kan derfor vanskelig sies å reflektere synpunktene til mindre rådgivningsmiljøer, og følgelig er ikke utvalget representativt for den norske PE-bransjen som helhet. Flere av de mindre rådgivningsmiljøene lokaliserer sine fond i Norge, og dermed er også avhandlingens problemstilling i mindre grad relevant for disse. Utvalget må derfor sies å representere den delen av bransjen som forvalter større fond og/eller fond som er rettet mot internasjonale investorer.

---

<sup>138</sup> Hentet fra "De aktive eierfondene i Norge" (NVCA, 2014)

<sup>139</sup> Hentet fra "Årsrapport 2013 – Styrets beretning" (Argentum, 2014)

<sup>140</sup> EQT Partner sine fond er svenske, og kapitalen forvaltet i disse fondene inngår ikke i den totale kapitalen under forvaltning i norske fond

<sup>141</sup> Basert på tall fra Argentums markedsdatabase, konvertert fra millioner EUR til millioner NOK med en konservativ kronekurs på 8,00

<sup>142</sup> Samtlige har etablert et eller flere fond med tegning på mer enn 1,2 milliarder NOK

## 8. Sammenfatning av hensyn ved valg av fondsjurisdiksjon

I dette kapittelet vil vi sammenfatte hva vi anser som *reelle* hensyn ved valg av fondsjurisdiksjon for *norske fond*. Slike hensyn baserer seg både på de hensyn som fremkom i kapittel 6, men også på de foregående kapitlene i avhandlingen. Vi vil i første omgang forklare hva det aktuelle hensynet innebærer. Deretter beskriver vi hvorfor et slikt hensyn fremstår som viktig for PE-bransjen. Videre vil vi kaste lys over hensynets relevans for problemstillingen ”hvorfor lokaliseres norske private equity-fond på Kanaløyene”. Dette gjør vi ved å koble hensynet til faktiske regulatoriske forhold i Norge og på Kanaløyene. Ved å gjøre konkrete sammenligninger, vil vi avdekke om det foreligger indikasjoner på reelle fordeler/ulempes ved å lokalisere norske fond på Kanaløyene fremfor i Norge. Hensynene som fremstilles i dette kapittelet danner det tematiske grunnlaget for intervjuanalysen i kapittel 9.

### 8.1 Skattetransparens

Skattetransparens ble omtalt som et relevant hensyn i samtlige litteraturkilder presentert i kapittel 6. Skattetransparens innebærer at et PE-fond ikke regnes som et eget skattesubjekt.<sup>143</sup> Skattekrav skal dermed ikke utløses på fondets hånd i landet hvor fondet er lokalisert. Skattepliktige inntekter skal forholdsmessig overføres til investorene og skatten betales i landet hvor disse er hjemhørende.<sup>144</sup>

Skattetransparens er et virkemiddel for å unngå dobbeltbeskatning av investorene. Dersom PE-fondets selskapsform ikke hadde vært transparent ville beskatning først ha forekommet på fondets hånd, ved mottak av skattepliktige inntekter fra porteføljeselskapene, og deretter på investorenes hånd ved utdeling av gevinst fra fondet.<sup>145</sup> Skattetransparente selskapsformer innebærer dermed at investorene ikke kommer i en dårligere skatteposisjon ved investeringer gjennom PE-fond, enn ved direkteinvesteringer i de underliggende porteføljeselskapene. En

---

<sup>143</sup> Hentet fra ”Report of Expert Group on removing tax obstacles to cross-border Venture Capital Investments”, s.36, (European Commission, 2009)

<sup>144</sup> Hentet fra ”Obstacles to Nordic Venture Capital Funds - Promoting a common Nordic venture capital market” (Nordic Innovation, 2011)

<sup>145</sup> Hentet fra ”Private Equity Fund Structures in Europe - An EVCA Tax and Legal Committee Special Paper”, s.4, (EVCA, 2010)

skattemessig forskjellsbehandling mellom disse investeringsformene vil kunne føre til en vridning bort fra kollektive investeringsformer.

For en PE- investor har det spesielt to fordeler<sup>146</sup> at et fond er skattetransparent. For det første trenger investoren kun å forholde seg til gjeldende skatteregler i landet investoren er hjemmehørende. For det andre vil mange investorer i PE-fond bestå av aktører som etter lov er unntatt skatt. Dette gjelder for eksempel amerikanske pensjonskasser og forsikringsselskaper, så vel som norske livselskaper. Dersom fondet er skattetransparent, er slike investorer verken skattepliktig i landet de er hjemmehørende eller i landet fondet er lokalisert/og eller driver virksomhet. Enhver skatteforpliktelse som er konsekvens av at penger strømmer gjennom en ikke-transparent enhet, vil dermed anses som en kostnad som spiser opp forvaltningskapitalen. Slik skattekostnad kan for eksempel dreie seg om internasjonale investorers kildeskatt til Norge dersom et norsk fond er etablert som AS. Dette går særskilt utover selskaper som allerede er fritatt skatt i eget hjemland, ettersom disse ikke kan kreditere kildeskatt mot hjemlandets skattesats, i samsvar med eventuelle skatteavtaler.<sup>147</sup>

### *Skattetransparens og implikasjon for valg av fondsjurisdiksjon*

Som tidligere omtalt kan skattetransparens oppnås gjennom valg av selskapsform. Et PE-fond som etableres som et AS er et eget skattesubjekt som beskattes på fondets hånd, for inntekter som ikke omfattes av fritaksmetoden. I følge norsk lov er de deltakerlignende selskapene KS og IS ikke egne skattesubjekter, og dermed skattetransparente strukturer. Tilsvarende gjelder et limited partnership på Kanaløyene. Dermed kan hensynet skattetransparens ikke anses for å være et moment som alene avgjør lokaliseringen av norske PE-fond på Kanaløyene.

## 8.2 Stabilitet og tillit

I litteraturen fremheves stabilitet og tillit som viktige hensyn ved valg av fondsjurisdiksjon. Nordic Innovation påpeker at det over tid har oppstått tillit til limited partnerships, og at selskapsformen er en passende struktur for PE-fond.

---

<sup>146</sup> Hentet fra ”Obstacles to Nordic Venture Capital Funds - Promoting a common Nordic venture capital market” (Nordic Innovation, 2011)

<sup>147</sup> Avsnittet er basert på dybdeintervju (Partner i advokatfirma, 2014)

Med stabilitet mener vi at lover, regler og rammevilkår for å drive virksomhet i et land ikke gjennomgår betydningsfulle endringer i løpet av en tidsperiode. Vi sikter imidlertid ikke en generell oppfatning av ulike jurisdiksjoners stabilitet, men til stabilitet slik den oppleves av ulike finansaktører, og hovedsakelig av PE-bransjen. Bakgrunnen er at ulike bransjer og personer kan sikte til svært ulike forhold ved omtale av stabilitet. Eksempelvis har Norge blitt kåret til verdens tredje mest stabile land<sup>148</sup> og Norges omdømme har blitt påvist som ”solid og stabil”<sup>149</sup>. Denne omtalen sikter imidlertid til forskjellige tolkninger av begrepet stabilitet. Denne avhandlingen fokuserer på den norske PE-bransjen, og følgelig er det PE-bransjens syn på stabilitet som må drøftes. Med tillit mener vi at PE-bransjens interessenter har tiltro til at slik stabilitet er vedvarende.

Investeringer i PE-fond er relativt langsiktige og illikvide. En investor kan risikere at det går opp mot 10 år før vedkommende får tilbake sin kommitterte kapital. En slik langsiktig og illikvid investering kan medføre at investorers krav til stabile rammevilkår får økt betydning. Stabile rammevilkår kan sikte seg til flere ting. Rammevilkårene for å drive PE-virksomhet kan blant annet oppfattes som ustabile dersom en jurisdiksjons myndigheter og beslutningstakere hyppig byttes ut gjennom regjeringsskifter. Videre kan det oppfattes som uheldig dersom slike beslutningstakere til stadighet foretar endringer av konkrete lover og regler som direkte påvirker PE-bransjens mulighet til å drive forutsigbar lønnsom virksomhet. Til slutt kan usikkerhet tilknyttet når og på hvilken måte eventuelle endringer finner sted, være uheldig for PE-aktørene. Dette gjelder spesielt med tanke på investorenes langsiktige plasseringer i fondene.

### ***Stabilitet og tillit - implikasjon for valg av fondsjurisdiksjon***

Norge er et parlamentarisk demokrati og et konstitusjonelt monarki. Norges Regjering er landets utøvende makt og siden 2000 har Norge hatt fire regjeringsskifter. I løpet av disse årene har det blitt foretatt en rekke lovendringer som kan ha hatt implikasjoner for norske PE-fond.<sup>150</sup> I avsnittet om kapitaleffektivitet fremkom det blant annet at aksjelovens utdelingsliberalisering av 2013 har gjort det lettere å benytte norske aksjeselskaper som selskapsform for PE-fond. De siste tiårene har Norge også gjennomgått to store skattereformer, henholdsvis i 1992 og 2006. I 2006 ble fritaksmetoden innført, noe som førte til et forbedret klima for lokalisering av PE-fond i Norge (se avsnitt 5.1.1).

---

<sup>148</sup> Rangert av ”The Failed States Index” (Fund for Peace, 2013)

<sup>149</sup> Hentet fra ”Norges omdømme er solid og stabil” (Regjeringen, 2014)

<sup>150</sup> Hentet fra ”Norsk lovgivning” (Utenriksdepartementet, 2007)

Guernsey og Jersey har parlamenter som henholdsvis kalles ”States of Deliberation” og ”States of Jersey”. Disse parlamentene består av demokratisk valgte medlemmer som velges enkeltvis, ettersom det ikke finnes politiske partier på Kanaløyene. I så måte er det politiske klimaet på Kanaløyene ikke karakterisert av politiske poler, med forente eller ulike interesser, slik som i Norge. Både på Jersey og Guernsey legger myndighetene uttalt vekt på betydningen av den finansielle industrien, ettersom denne er en vesentlig del av Kanaløyenes økonomi. Kanaløyene har utviklet sin finansielle industri i mer enn fire tiår, og PE-industrien har vokst gradvis de siste 20 årene.<sup>151</sup> Myndighetene er aktivt med på å utarbeide strategier som skal sikre oppfatningen av statene som stabile og attraktive jurisdiksjoner ovenfor finansbransjen.<sup>152</sup>

Norge har, som de fleste normale stater, ambisjoner om å skape stabilitet og tillit til sitt skatte- og regelsystem. Kanaløyene er imidlertid i en særskilt posisjon til å sikte sitt skatte- og regelsystem, og tilhørende forutsigbarhet, mot spesifikke bransjer og industrier. Dette kommer blant annet av at Kanaløyene ikke må rette sine regelverk etter føringer fra eksempelvis EU eller EØS, ettersom de ikke er medlemsstater. Følgelig kan det være vanskelig for norske myndigheter å ha *tilsvarende* uttalte ambisjoner om forutsigbarhet som Kanaløyene, noe de heller ikke har.<sup>153</sup> Selv om det kan diskuteres hvorvidt Kanaløyenes mulighet til å ha industrispesifikk stabilitet er rettferdig, i lys av de konkurransemessige fordelene dette medfører, er det likevel ikke ulovlig. Som tidligere presisert har alle suverene stater rett til å bestemme sine lover og regler. Det kan følgelig også diskuteres om norske rådgivningsmiljøer bør ha moralske refleksjoner ved valg av Kanaløyene som fondsjurisdiksjon, fordi Kanaløyene er i en særskilt posisjon til å tilby industrispesifikk forutsigbarhet. Dette faller imidlertid noe utenfor avhandlingens fokus, ettersom vi må forholde oss til stabilitet slik det oppfattes i PE-bransjen, for å kunne avdekke hvor drivende det er for valg av fondsjurisdiksjon. Til tross for at enkelte norske lovendringer kan ha ført til at det i dag er mer attraktivt å lokalisere PE-fond i Norge, kan Kanaløyenes uttalte forsikring om stabilitet være et moment som trekker valget av fondsjurisdiksjon mot Kanaløyene.

---

<sup>151</sup> Hentet fra ”Channel Islands show solidity in turbulent times (Hedgeweek, 2008)

<sup>152</sup> Hentet ”Jersey Financial Services Industry - Policy Framework” (The government of Jersey, 2014) og ”Guernsey Financial Services – A Strategy for the Future” (Government of Guernsey, 2014)

<sup>153</sup> Hentet fra dybdeintervju (Traaseth K., 2014)

---

## 8.3 Reell etablering

Forsikring om at PE-fondets investorer ikke blir ansett som hjemmehørende i jurisdiksjonen hvor PE-fondet er lokalisert fremstår som et viktig hensyn i gjennomgått litteratur. Både EVCA og Nordic Innovation diskuterer dette hensynet.

I noen land vil investeringer i nasjonale selskapsformer kunne føre til at investorene blir betraktet som *reelt etablert* for skattemessige hensyn. Reell etablering i et land vil kunne føre til at en investor blir skattepliktig til landet, samtidig som vedkommende har skatteplikt i sitt eget hjemland. Dette medfører dermed en dobbeltbeskatning av investoren. OECD definerer reell etablering som:

”A permanent establishment is, according to the OECD Model definition, a fixed place of business through which the business of an enterprise is wholly or partly carried on in another jurisdiction. It can take a structural form, such as a branch, or it can just be created by the activities of the enterprise in that other jurisdiction. This concept also applies to the cases where an enterprise carries on its activities in a foreign state through a person acting on its behalf, provided that that person is not an agent of independent status acting in the ordinary course of his/her business.”<sup>154</sup>

Lovgivning som regulerer virksomhetsetablering (reell etablering) for utenlandske selskaper, er nødvendig for at jurisdiksjoner skal kunne sikre egne skattefundament. Dersom slik lovgivning hadde vært fraværende, ville det vært mulig å drive forretninger i et hvert land uten at dette utløste tilhørende skatteplikt (gitt at driften ikke ble organisert gjennom en lokal enhet, for eksempel et datterselskap).

Reglene for reell etablering kan være uklare hva angår skillet mellom selskaper med faktisk virksomhet i landet, og forvaltere av et PE-fond som tar investeringsbeslutninger på vegne av passive investorer.<sup>155</sup> I noen land vil investering i visse fondsstrukturer utløse reell etablering for fondets eksterne investorer, fordi fondet blir ansett for å drive virksomhet på vegne av investorene. Investorenes risiko for reell etablering henger altså sammen med at det er rom for tolkning av OECD-definisjonen over; forvalterne av et PE-fond kan betraktes som

---

<sup>154</sup> Hentet fra ”Report of Expert Group on removing tax obstacles to cross-border Venture Capital Investments”, s. 35 (European Commission, 2009)

<sup>155</sup> Hentet fra ”Obstacles to Nordic Venture Capital Funds - Promoting a common Nordic venture capital market” (Nordic Innovation, 2011)

---

en forlengelse av passive investorer og vil da, ved å foreta investeringsbeslutninger på investorenes vegne, ikke betraktes som enn uavhengig part som opererer på armlengdes avstand. Dersom forvalteren ikke betraktes som uavhengig, og menes å bedrive investeringsaktiviteter som en forlengelse av sine investorer, kan det dermed utløses reell etablering for investorene. Generelt er det slik at hver stat har sin egen definisjon av hva som fører til reell etablering, men disse overstyres vanligvis av skatteavtaler, dersom slike avtaler foreligger.<sup>156</sup>

### ***Reell etablering og implikasjon for valg av fondsjurisdiksjon***

Det antas at investeringer i norske PE-fond opprettet som KS eller IS vil kunne medføre reell etablering for investorene. Ifølge Nordic Innovation har det imidlertid ikke blitt opprettet et KS med sikte på å unngå reell etablering av utenlandske investorer, og dermed er effekten uklar. Uklarhet og usikkerhet kan likevel være tilstrekkelig til å avskrekke utenlandske investorer som søker forutsigbarhet.

Dersom en investor blir reelt etablert i Norge som følge av investeringer i et norsk PE-fond organisert som et KS eller IS, vil dette medføre at investoren faller inn under norske skatteregler. Dersom porteføljeselskapet som realiseres ikke ligger i et lavskatteland vil gevinst kunne overføres til selskapsinvestorer skattefritt under fritaksmetoden. Det vil imidlertid ilegges skatteplikt på 3 prosent av utdelingen etter treprosentregelen. Dermed vil internasjonale investorer som faller inn under norske skatteregler, kunne stå ovenfor en effektiv skattesats på 0,81 prosent. Denne skatten betales til Norge, før utdelingen eventuelt beskattes i selskapsinvestorens eget hjemland. Videre vil alle investorer som anses reelt etablert i Norge være pliktig å rapportere sin virksomhet til norske skattemyndigheter.<sup>157</sup> Selv om reell etablering i de fleste tilfeller kun vil ha marginale skattemessige implikasjoner for utenlandske investorer (grunnet fritaksmetoden), kan slik rapporteringsplikt oppfattes som merarbeid for investorene. Det søkes derfor å unngå reell etablering for investorene i PE-fond.

---

<sup>156</sup> Hentet fra ”Report of Expert Group on removing tax obstacles to cross-border Venture Capital Investments” (European Commission, 2009)

<sup>157</sup> Omtalt i ”Obstacles to Nordic Venture Capital Funds - Promoting a common Nordic venture capital market” (Nordic Innovation, 2011)

---

Investorer som ikke er hjemmehørende på Kanaløyene vil ikke anses som reelt etablert på Kanaløyene. Dette gjelder også utenlandske investorer som investerer i PE-fond etablert som limited partnerships.<sup>158</sup>

Dersom internasjonale investorer anser det som mulig å bli reelt etablert i landet et PE-fond er lokalisert, kan investeringer i dette PE-fondet betraktes som mindre attraktivt. Selv om det ikke er stadfestet at investeringer i PE-fond lokalisert i Norge medfører reell etablering, kan usikkerhet medføre tap av internasjonale investorer. Dersom dette tas i betraktning når et norsk rådgivningsmiljø velger fondsjurisdiksjon, kan slik usikkerhet være et moment som styrer valget mot Kanaløyene.

## 8.4 Tjenestetilbud

I litteraturen påpekes sjeldent tilbud eller tilstedeværelse av såkalte ”fondstjenester” som et konkret hensyn som vurderes ved valg av fondsjurisdiksjon. Dette er imidlertid et hensyn som diskuteres både i BAHRs rapport og i Drangsholts avhandling, presentert i kapittel 6.

Med fondstjenester menes tjenester tilknyttet administrasjon og annen ekstern håndtering av fondets daglige drift. Slike tjenester kan blant annet innebefatte å overvåke fondets prestasjon, revisjon, foreta inn- og utbetalinger til fondet, levere rapportering til investorene, føre eierskapsregister samt å gjennomføre hvitvaskingskontroller og KYC-kontroller.

BAHR<sup>159</sup> påpeker at norske rådgivingselskap velger å etablere sine PE-fond i jurisdiksjoner med ”rammebetingelser og profesjonelle aktører som har tilrettelagt for denne type virksomhet”. Med profesjonelle aktører siktes det blant annet til såkalte administratorer, revisorer og profesjonelle styremedlemmer tilknyttet PE-fondets styreorgan.

### *Tjenestetilbud - implikasjon for valg av fondsjurisdiksjon*

Norge har, etter hva BAHR påpeker i sitt notat, et nærmest ikke-eksisterende miljø for fondstjenester og tilhørende spesialkompetanse for tilsyn og drift av PE-fond. Videre utdypes det at internasjonale investorer ikke vil være komfortable med å gjøre investeringer i et PE-fond som ikke er underlagt kontroll og administrasjon av aktører med nødvendig kompetanse og erfaring.

---

<sup>158</sup> Hentet fra ”Jersey Taxation of Investment Vehicles” (Richards, 2014) og ”Guide to limited partnerships in Guernsey (Appelby, 2014)

<sup>159</sup> s. 43 (Hammerich, 2011)

I løpet av 40 år har Kanaløyene utviklet ekspertise innenfor tjenestetilbud til alternative investeringsfond. Gjennom de siste 20 år har tjenesteleveranser til PE-fond økt betraktelig. I løpet av samme tidsperiode har PE-bransjen utviklet en mer global karakter, som har vært fordelaktig for tjenesteindustrien på Kanaløyene.<sup>160</sup>

Dersom Kanaløyene i større grad enn Norge kan tilby norske rådgivningsmiljøer nødvendige fondstjenester, har Kanaløyene en konkurransemessig fordel. Videre foretrekker mange av PE-bransjens aktører å lokalisere fondet i samme jurisdiksjon som tjenesteytere. Dersom tjenestetilbud er et vesentlig hensyn bak valg av fondsjurisdiksjon synes dagens forhold å trekke valget mot Kanaløyene.

## 8.5 Kostnader

Kostnadsnivået et norsk rådgivningsmiljø står ovenfor som konsekvens av å velge en gitt fondsjurisdiksjon er svært lite omtalt i gjennomgått litteratur. I Drangsholts avhandling fremheves imidlertid en uttalelse fra en norsk PE-rådgiver, som hevder at tilgangen på administrative støttefunksjoner på Kanaløyene ikke alene kan veie opp for de kostnader som er tilknyttet fondsetablering i disse jurisdiksjonene.<sup>161</sup>

Med kostnader mener vi kostnader knyttet til å etablere, drifte og overvåke et PE-fond. Kostnader påløper i alle faser av fondets levetid. Slike kostnader omfatter blant annet advokatutgifter ved fondsetablering og kostnader tilknyttet annen tjenesteleveranse i løpet av fondets levetid, som for eksempel administrasjonstjenester.

### *Fondets kostnader - implikasjon for valg av fondsjurisdiksjon*

Dersom det er et signifikant høyere kostnadsnivå tilknyttet å lokalisere norske PE-fond på Kanaløyene enn i Norge, slik det ble påpekt over, kan dette trekke i retning av at PE-fondet burde opprettes i Norge. Kostnadsbesparelser synes derfor *ikke* å trekke valget av fondsjurisdiksjon mot Kanaløyene.

---

<sup>160</sup> Hentet fra ”Channel Islands show solidity in turbulent times (Hedgeweek, 2008)

<sup>161</sup> s. 32 (Drangsholt, 2011)

---

## 8.6 Kapitaleffektivitet

BAHR påpeker at kapitaleffektivitet er et viktig hensyn ved valg av PE-fondets selskapsform. Kapitaleffektivitet innebærer at det ikke legges hindre for at kapital fritt skal kunne flyte mellom de enheter som best kan anvende kapitalen effektivt, det vil si oppnå høyest avkastning.

I PE-sammenheng innebærer høy kapitaleffektivitet at kapital fritt kan strømme til og fra PE-fondet. Da vil investorenes kapital på en effektiv måte tilflyte fondet når det gjøres investeringer, og avkastning deles ut til investorene når det gjøres realisasjoner av porteføljeselskaper.

PE-fondet foretar investeringer i ulike porteføljeselskaper i løpet av fondets investeringsperiode. I tilknytning til investeringer oppstår det kostnader som må dekkes gjennom innkalling av investorenes kapital. Det blir det viktig at PE-fondet fritt og uten betydelige hindre kan kalle inn kapital i transjer. Transjeinnkalling er særdeles viktig for et PE-fond, da fondets investorer ikke ønsker at kommitert kapital skal ligge ”død” i fondet over lengre tid. Bakgrunnen er ønsket om å oppnå høyest mulig avkastning på investerte midler, og investorene vil derfor unngå at midlene blir stående på en bankkonto med lav avkastning over lenger tid grunnet dårlig kapitalflyt.<sup>162</sup>

Et påpekt risikomoment ved PE-investeringer er at de anses som illikvide.<sup>163</sup> Etter at investor har kommitert kapital til et PE-fond, er det ikke uvanlig at vedkommende må vente et sted mellom 7-10 år eller mer før hele avkastningen blir realisert. Dette understreker betydningen av at utbetaling til investorene (ved realisasjon av porteføljeselskaper) forekommer på en effektiv måte. Fondet har vanligvis ikke anledning til kontinuerlig å reinvestere kommitert kapital. Dermed vil fondets investorer kunne motta flere utbetalinger gjennom fondets levetid. Dersom det foreligger restriksjoner på når overskuddet kan utdeles til et PE-fonds investorer, samt andre regler som forsinker slik distribusjon, vil dette være uheldig for investorene.

---

<sup>162</sup> Hentet fra ”Rettslige rammer for private equity-bransjen i Norge” (Hammerich, 2011)

<sup>163</sup> Hentet fra ”Private Equity som aktivaklasse” (Argentum, 2014)

### ***Kapitaleffektivitet og implikasjon for valg av fondsjurisdiksjon***

Graden av kapitaleffektivitet i et PE-fond vil avhenge av hvilken selskapsform som velges for fondet. Dersom fondet lokaliseres i Norge opprettes det normalt som et AS, KS eller IS. Hver av disse selskapsformene er underlagt regulering med implikasjoner for graden av kapitaleffektivitet et PE-fond kan oppnå.

#### **Aksjeselskap (AS)**

Dersom PE-fondet organiseres som et AS, kan investorene bli enige om hvor mye hver enkelt investor (aksjonær) skal kommitere til fondet i aksjonæravtalen.

Investorenes innskudd i et AS-fond skjer etter beslutning fra generalforsamlingen (heretter GF), eller styret hvis dette har fullmakt fra GF. Innskuddene gjøres ved at fondets investorer tegner seg i fremtidige aksjeemisjoner.<sup>164</sup> Et problem tilknyttet AS-organiseringen er at det selskapsrettslig foreligger begrensninger for muligheten til rettslig å binde aksjonærene til slike emisjoner. Aksjonærenes emisjonsplikt reguleres gjerne i aksjonæravtalen<sup>165</sup>, men kan ikke håndheves rettslig. Denne utfordringen søkes i praksis løst ved at det avtalerettslig foreligger strenge sanksjoner dersom investorene fraviker deltakelse i foreliggende emisjoner. Slike sanksjoner sikrer dog ikke selskapsrettslig gjennomføring.

Tradisjonelt sett har AS stått ovenfor betydelige begrensninger i adgangen til å foreta utdelinger til aksjonærer. Beslutning om utdeling av utbytte skal treffes i GF (eller ved styrets fullmakt) og reguleres av aksjeloven. De utdelingsbegrensninger som reguleres av lovgivning for AS, har til hensikt å beskytte selskapets kreditorer.<sup>166</sup> Dette er nødvendig fordi aksjonærene i et AS har et begrenset ansvar, og kreditorene kun kan søke dekning i selskapets midler. Reglene for utdeling ble imidlertid noe liberalisert gjennom lovendringer i 2013. Det eksisterer imidlertid fortsatt enkelte formelle og tekniske krav til utdeling fra et AS.<sup>167</sup> Slike krav er blant annet knyttet til at et fond etter utbytteutdeling må besitte nettoeiendeler som gir dekning for selskapets aksjekapital og øvrig bundet kapital. I tillegg er følgende krav utformet i aksjeloven: ”selskapet skal til enhver tid ha en egenkapital og en likviditet som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet”. Det er styret som pålegges ansvar for forsvarlig utbytteutdeling.

---

<sup>164</sup> Hentet fra ”Rettslige rammer for private equity-bransjen i Norge” (Hammerich, 2011)

<sup>165</sup> Hentet fra dybdeintervju (Partner i advokatfirma, 2014)

<sup>166</sup> Hentet fra ”Valg av selskapsform” (Gjems-Onstad, 2013)

<sup>167</sup> Hentet fra ”Nye utbytteregler – friere rammer og økt styreansvar” (Deloitte, 2013)

Før ny aksjelov trådte i kraft forelå det en såkalt ”*sperrefrist*”. Denne medførte at man i perioden etter årsslutt og frem til nytt årsregnskap forelå, ikke hadde anledning til å utdele utbytte. Sperrefristen er i dag fjernet og man vil, etter gjeldende regler, kunne dele ut utbytte basert på foregående regnskap også i perioden etter årsskiftet frem til nytt årsregnskap godkjennes av GF. Etter de gamle reglene var man også avskåret fra å dele ut ekstraordinært utbytte basert på positive hendelser innenfor årsregnskapet. Dette medførte store innlåsingeffekter. I dag har man mulighet til å dele ut slikt utbytte relativt raskt. Det stilles dog krav til utarbeidelse av mellombalanse som må revideres etter reglene for årsregnskap. Balansedagen kan ikke være mer en 6 måneder før beslutning om ekstraordinært utbytte.

### **Kommandittselskap (KS)**

Dersom PE-fondet organiseres som et KS skal selskapsavtalen inneholde bestemmelser om innkalling av investorenes kapital. Innskudd i et KS vi skje i transjer etter beslutning fra styret (i komplementaren). Slik innkalling er, i motsetning til i et AS, rettslig håndhevbar og kapital vil kunne tvangsinnndrives med grunnlag i selskapsavtalen.<sup>168</sup>

I et KS er kommandittistenes minste innskuddsforpliktelse på kr 20 000. Et slikt minstetegningskrav vil normalt ikke utgjøre et problem i KS-fond, da kravene til minstetegning (kommittering) i et PE-fond generelt er betydelig større.<sup>169</sup> Et KS kan ikke registreres før en femtedel av hver enkelt deltagers innskuddsforpliktelser er innbetalt til selskapet. Dette betyr at alle deltakere i et KS fond må innbetale minst 20 prosent av sin kommittering i første innkalling. Videre stilles det krav til at ytterligere 20 prosent av kapitalen må innbetales senest to år etter registrering av KSet. Dette innebærer at investorene i et PE-fond organisert som et KS må ha innbetalt 40 prosent av sin kommittering innen de to første årene. Det stilles videre krav til at komplementaren skal eie minst 10 prosent av selskapskapitalen. Dette kravet omgås gjerne ved å organisere komplementaren gjennom et nytt KS, der fondets kommandittister blir del i komplementaren (som omtalt i kapittel 3), eller gjennom et AS.

Når det gjelder muligheten til å foreta utdelinger av kapital fra et fond organisert som et KS, begrenser slik utdeling seg til at minst 40 prosent av et kommandittselskaps selskapskapital skal være bunden. Dette vil si at KS-fondets nettoformue i følge balansen for siste regnskapsår må overstige 40 prosent, før utdeling etter reglene er mulig.

<sup>168</sup> Hentet fra dybdeintervju (Partner i advokatfirma, 2014)

<sup>169</sup> Minstetegning i HitecVision er for eksempel 10 millioner USD (Lundby, 2014)

### **Indre selskap (IS)**

Dersom PE-fondet organiseres som et IS vil innbetalinger til fondet skje i transjer etter beslutning om innkallelse fra hovedmannen. Innkallelse skjer etter nærmere bestemmelser nedfelt i selskapsavtalen. Det er ikke krav til at de stille deltakerne, eller hovedmannen, skal skyte inn minsteandel i fondet. Det er heller ikke krav om tidfestet innbetaling, slik som for et KS.

Også utdelinger fra et IS er svært lite regulert. Det er ingen krav til spesifikk fremgangsmåte ved uttak av selskapsoverskudd. Det er heller ikke krav til bunden selskapskapital i et IS.<sup>170</sup> Det er dermed ingen begrensninger i utdelinger fra selskapet med unntak av at utdeling ikke kan skje dersom dette åpenbart skader selskapet eller kreditorens interesser.

### **Limited partnership på Kanaløyene**

Dersom PE-fondet organiseres som et limited partnership er det ”The Partnership Agreement” mellom GP og LP som fastsetter reglene for kapitalflyten til og fra fondet. Innbetalinger til fondet forekommer i transjer etter beslutning fra GP i henhold til selskapsavtalen.<sup>171</sup>

Utdelinger fra et fond organisert som et limited partnership kan skje fortløpende ved realisasjon av porteføljeselskaper. Det legges kun én begrensning på utdelinger fra fondet; LP kan kun motta utbetaling av overskudd eller en tilbakebetaling av deres innskutte kapital, dersom partnerskapet er solvent ved utbetalingens tidspunkt. Dersom insolvens blir oppdaget innen 6 måneder etter utbetalingstidspunktet, kan utdelinger innenfor dette tidsrommet likevel tilbakekalles. The Limited Partnership (Guernsey) Law definerer ”solvent” som at partnerskapet er i stand til å dekke sin gjeld til det fulle ved forfall med partnerskapets eiendeler, uten å ty til andre eiendeler.<sup>172</sup> I all hovedsak kan dermed utdelinger gjøres løpende ved fondets realiseringer.

### **Oppsummering**

I gjennomgangen fremkommer det visse hindre for optimal kapitaleffektivitet når PE-fond organiseres som AS eller KS i Norge. I et AS foreligger det begrensninger i muligheten til å binde aksjonærer til aksjeemisjoner (innkallelse av kapital til fondet), fordi slik emisjonsplikt ikke kan håndheves selskapsrettslig. AS er også underlagt relativt strenge regler for

---

<sup>170</sup> Hentet fra ”Valg av selskapsform” (Gjems-Onstad, 2013)

<sup>171</sup> Hentet fra ”Rettslige rammer for private equity-bransjen i Norge” (Hammerich, 2011)

<sup>172</sup> Hentet fra ”Guide to limited partnerships in Guernsey (Appelby, 2014)

---

distribuering av overskudd gjennom utbytteutdeling til investorene. Reglene tilknyttet utbytteutdeling fra AS skyldes hensyn til selskapets tredjepart, det vil si kreditorene. En skal dog merke seg at AS-strukturen den siste tiden har gjennomgått liberalisering ved endringer i aksjeloven. Dette kan ha bidratt til en aktualisering av AS-formen for PE-fond som lokaliseres i Norge, sammenlignet med før 2013.

For et KS foreligger det krav til at store deler av investorens kapital kalles inn i løpet av de første to årene. Dette legger restriksjoner på at investorenes kapital fritt kan innkalles, etterhvert som fondet foretar investeringer. Det er i tillegg krav om at 40 prosent av selskapskapitalen i fondet ikke kan deles ut til deltakerne før likvidasjon av fondet. Dette vil medføre en restriksjon også på utdelinger fra fondet.

Selskapsformene IS og limited partnership er begge lite regulerte selskapsformer, og eventuelle regulatoriske forhold er for det meste nedfelt i selskapsavtaler. Her er det tilnærmet ingen restriksjoner på verken innbetalinger eller utdelinger. Når det kommer til grad av kapitaleffektivitet vil det dermed kun forekomme små forskjeller mellom de to selskapsformene. I BAHRs rapport uttrykkes det at et PE-fond organisert som et limited partnership er minst like kapitaleffektivt som et PE-fond organisert som IS. Sett utenifra kan dette tyde på at norske rådgivningsmiljø, alt annet like, ville vært indifferent mellom å etablere et PE-fond som et limited partnership på Kanaløyene og et IS i Norge. Kapitaleffektivitet vil dermed trolig ikke styre rådgivningsmiljøenes valg av fondsjurisdiksjon, men heller fremstå som en *hygienefaktor* ved rådgivingselskapenes valg av selskapsform.

## 8.7 Merverdiavgift

Fravær eller minimering av merverdiavgift (heretter moms) ilagt forvaltningshonoraret som betales fra PE-fondet til rådgivingselskapet, nevnes i litteraturen som et viktig hensyn.<sup>173</sup>

Internasjonalt omtales moms som VAT (Value Added Tax) og skal som hovedregel beregnes som en prosentsats av alle varer og tjenester omsatt innenfor EU. Momsavgiften tilfaller staten og blir i så måte del av et lands inntektsgrunnlag. Moms skal beregnes i hvert ledd av en omsetningskjede, også på import av varer og tjenester fra utlandet. Det er imidlertid ikke slik at hele momssatsen representerer en utgift i alle ledd av en omsetningskjede. Avgiften

---

<sup>173</sup> Både (Nordic Innovation, 2011) og (EVCA, 2010) diskuterer mva

som bæres av hvert enkeltledd er differansen mellom utgående og inngående moms. Differansen utgjør en nettomoms som representerer verdien tillagt varen eller tjenesten i det aktuelle omsetningsleddet (derav merverdi). Omsetningskjedens endelige ledd, sluttbrukeren, vil belastes med momsavgiften i sin helhet som del av kjøpsprisen.<sup>174</sup> Sluttbrukeren er ikke registrert for moms og kan dermed heller ikke trekke fra utgiften som ilegges varen eller tjenesten som kjøpes. Dersom det selges varer til kunder *utenfor EU* skal det ikke beregnes moms på dette salget. En kan likevel ha fradrag for moms på utgiftene tilknyttet slikt salg.<sup>175</sup>

I en PE-enhet leverer rådgivingselskapet tjenester til PE-fondet (se kapittel 2). Som motytelse mottar rådgivningsmiljøet et forvaltningshonorar, gjerne 1,5-2,5 prosent av fondets kapital. I noen land vil forvaltningshonoraret være gjenstand for moms. Ettersom PE-fondet er et finansielt mellomledd, leverer det selv ingen tjenester som er momsplichtige.<sup>176</sup> Dette medfører at PE-fondet utgjør sluttbrukeren i tjenestekjeden, og ikke får fradrag for moms. Dersom PE-fondet er lokalisert i et land der rådgivningstjenester blir ansett som momsplichtige, vil fondet dermed måtte bære momskostnaden. En slik kostnad må enten betales av rådgivingselskapet ved reduksjon av forvaltningshonoraret, av de eksterne investorene i fondet, eller gjennom deling mellom de to.

### ***Merverdiavgift og implikasjon for valg av fondsjurisdiksjon***

Det er ikke momsplicht på Kanaløyene.<sup>177</sup> Dette betyr at et norsk PE-fond lokalisert på Kanaløyene ikke blir momsplichtig for de tjenestene det kjøper av det norske rådgivingselskapet.

Norsk momsplicht reguleres av merverdiavgiftsloven (mval.) og hovedregelen er at moms skal beregnes på alle varer og tjenester. Momssatsen er i Norge 25 prosent, med unntak av noen produkt- og tjenestegrupper som har lavere sats. Enkelte *tjenester* er imidlertid fritatt moms i sin helhet. Dette gjelder blant annet finansielle tjenester, jf. mval. § 3–6. Dersom PE-fondet lokaliseres i Norge, vil fondet fritas for moms på de rådgivningstjenestene som anses for å være finansielle. De tjenester som ikke er tilknyttet reell investeringsaktivitet defineres ikke som finansielle tjenester, og faller utenfor unntaket. Dette gjelder for eksempel

<sup>174</sup> Hentet fra ”Guide to value added tax in Norway” (Skatteetaten, 2014)

<sup>175</sup> Hentet fra ”MVA ved utførsel og innførsel” (European Union, 2014)

<sup>176</sup> Omtalt i ”Obstacles to Nordic Venture Capital Funds - Promoting a common Nordic venture capital market” (Nordic Innovation, 2011)

<sup>177</sup> Hentet fra ”Guernsey and VAT” (States of Guernsey, 2014) og (Government of Jersey, 2014)

administrative tjenester. Det har i praksis vært noe usikkerhet tilknyttet klassifiseringen av momspliktige tjenester i Norge, og dette har i senere tid fått økt fokus hos skattemyndighetene.<sup>178</sup>

Dersom investorene i et PE-fond opplever usikkerhet tilknyttet momsspørsmål i en gitt jurisdiksjon, kan dette medføre at investeringer i denne jurisdiksjonen anses som mindre attraktive.<sup>179</sup> Dersom et PE-fond lokaliseres i Norge vil slik usikkerhet for det første knytte seg til hvilke rådgivningstjenester som medfører momsplikt på 25 prosent. For det andre vil det være usikkert hvordan en eventuell momsplikt vil fordeles mellom investorene og rådgivingselskapet. Fordi Kanaløyene ikke benytter seg av moms, vil en momsplikt i Norge kunne anses som en direkte og unødvendig kostand sett fra PE-aktørens ståsted. Dette innebærer at Kanaløyene kan ha en reell konkurransefordel sammenliknet med Norge. En slik konkurransefordel kan trekke i retning av å lokalisere norske PE-fond på Kanaløyene.

## 8.8 Hemmelighold

I kapittel 4 reiste vi spørsmålet om hvorvidt det er Kanaløyenes tilretteleggelse for hemmelighold som gjør jurisdiksjonene attraktive for lokalisering av norske PE-fond. Dette er et tema som ikke nevnes i litteraturen vi tidligere har gjennomgått. Ettersom hemmelighold er et av hovedelementene som karakteriserer skatteparadiser, ser vi det likevel som relevant å sammenligne Norge og Kanaløyene på dette punktet.

Med tilretteleggelse for hemmelighold mener vi forhold som kan bidra til å tildekke misvisende eller feil fremstilling av informasjon, eksempelvis skatteunndragelser.

Hemmelighold kan forekomme på flere måter, for eksempel gjennom enkeltpersoners skjulte privatkonti eller gjennom urapporterte eierforhold i selskaper. Når det gjelder muligheten for å opprette og bruke *skjulte privatkonti* må denne sies å være større på Kanaløyene enn i Norge, grunnet Kanaløyenes sekretessenivå. Dersom enkelte investorer verdsetter muligheten til å unndra formue fra beskatning vil derfor Kanaløyene ha en konkurransefordel med tanke på å tiltrekke seg slike investorers kapital. Også når investorer ønsker å skjule gevinstutdelinger for å unngå beskatning, kan dette enklere oppnås ved bruk av eksempelvis holdingstrukturer eller trustar på Kanaløyene, enn ved bruk av tilsvarende

---

<sup>178</sup> Hentet fra dybdeintervju (Partner i advokatfirma, 2014)

<sup>179</sup> Omtalt i ”Obstacles to Nordic Venture Capital Funds - Promoting a common Nordic venture capital market” (Nordic Innovation, 2011)

strukturer i Norge. Dette skyldes også Kanaløyenes relativt høye sekretessenivå. I så måte har Kanaløyene en konkurransefordel med tanke på å tiltrekke seg selskapsinvestorer som vil skjule sine gevinster, sammenliknet med Norge.

Det er imidlertid slik at investorer i norske PE-fond kan velge å benytte seg av skjulte strukturer på Kanaløyene *selv om* fondet er lokalisert i Norge. Selv når et norsk PE-fond vet at enkelte av deres investorer har holdingstrukturer på Kanaløyene, noe som i utgangspunktet ikke nødvendigvis innebærer skatteunndragelser, vil det være investorenes *egen* plikt å rapportere inntekter og formue til sine hjemland. Dette vil gjelde uavhengig av om fondet eksempelvis er et norsk KS eller et limited partnership på Kanaløyene. Dermed kan ikke investorenes mulighet til å bruke/misbruke Kanaløyenes sekretessenivå sies å drive *lokaliseringen* av et PE-fond. Hemmelighold på selskapsnivå kan derimot begrenses, i varierende grad, gjennom jurisdiksjoners krav til rapportering av eierskap ved ulike selskapsformer. Vi skal derfor vurdere hvorvidt muligheten til å skjule eierforhold kan sies å trekke valget av fondsjurisdiksjon mot Kanaløyene eller Norge.

### ***Hemmelighold og implikasjoner for valg av fondsjurisdiksjon***<sup>180</sup>

#### **Aksjeselskap (AS)**

For norske selskapsformer er rapporteringskravene ulike. AS må registreres i Foretaksregisteret, jf. Foretaksregisterloven § 2-1. Styret i et AS pålegges etter norsk lov å opprette en aksjeeierbok hvor samtlige aksjonærer registreres. Registeret skal kontinuerlig holdes oppdatert, og selv om det ikke er krav til registrering av aksjeeierregisteret i Foretaksregisteret, kan det til en hver tid kreves innsyn uten nærmere begrunnelse. Selskapers aksjeeierregister må imidlertid ikke sammenblandes med skatteetatens aksjonærregister. Dette registeret benyttes av skatteetaten til å beregne skjermingsfradrag, skattepliktig aksjeutbytte og skattepliktig aksjegevinst/fradragberettiget tap. Aksjonærregisteret er ikke tilgjengelig for allmennheten.

#### **Kommandittselskap (KS)**

KS må også registreres i Foretaksregisteret og førstegangsinnmeldingen skal inneholde opplysninger om hvem som er deltakere. Et KS skal også sende inn endringsmelding når deltakerforholdene endres. En løpende innmelding håndheves imidlertid sjeldent i praksis, og er heller ikke gjenstand for særlig oppfølging av Foretaksregisteret. KS har ingen øvrig

---

<sup>180</sup> I hovedsak hentet fra "Valg av selskapsform" (Gjems-Onstad, 2013)

plikt til å føre register over sine deltakere som er offentlig tilgjengelig for allmennheten. Det kan derfor i praksis være vanskelig å få rede på hvem som er de faktiske eierne i et KS.

### **Indre selskap (IS)**

IS er unntatt registrering i Foretaksregisteret og Enhetsregisteret, og verken selskapet eller deltagerne registreres. Fra og med 2005 har det likevel vært ordinær regnskapsplikt og innsendingsplikt for IS. Finansdepartementet påpeker imidlertid at Regnskapsregisteret ikke har grunnlag for å identifisere innsendingspliktige IS, fordi de ikke registreres i Foretaksregisteret. Det finnes dermed en sjanse for at flere regnskapspliktige IS ikke leverer årsregnskap til Regnskapsregisteret, noe det også har vært indikasjoner på tidligere.<sup>181</sup> Eksempelvis var det i 2007 registrert 587 IS i skattemanntallet<sup>182</sup>, mens Regnskapsregisteret kun hadde mottatt regnskap fra 170. Fritak fra registrering innebærer videre at IS ikke får tildelt organisasjonsnummer, som ytterligere bidrar til at IS kan forbli anonyme overfor offentligheten. Dersom hovedmannen og/eller de stille deltagerne i et IS er aksjeselskaper vil disse være pliktige til å følge registreringsreglene for AS, som nevnt over. Personlige skatteyttere har plikt til å rapportere alle inntekter i selvangivelsen, inkludert inntekter fra IS. Krav til AS og til personlige skatteyttere kan dermed gi et mer eller mindre samlet bilde av hvem som er deltagerne i et IS, men da gjennom indirekte kontroller, som kan skape rom for at noen deltagere ikke oppdages.

### **Limited partnership på Kanaløyene**

Ved opprettelsen av et limited partnership på Kanaløyene må selskapets navn, adresse og varighet registreres. Videre må det registreres navn og adresse for hver av deltagerne i GP.<sup>183</sup> Det stilles imidlertid ikke krav til at en liste over fondets LP registreres eller gjøres tilgjengelig for offentligheten.

### **Oppsummering**

I Norge vil bruken av både AS og KS etter lov forhindre skjulte eierforhold og anonymisering av deltagere. Den norske IS-formen kan imidlertid gi en viss grad av hemmelighold og anonymisering av deltagere, inntil indirekte metode benyttes. Ved bruk av et limited partnership på Kanaløyene er fondet fritatt fra offentlig registrering av de eksterne

---

<sup>181</sup> Hentet fra ”Skatte- og avgiftsopplegget 2009 – lovendringer” (Finansdepartementet, 2009)

<sup>182</sup> Skattemanntallet utarbeides med informasjon fra Folkeregisteret. Registeret inneholder for alle manntallspliktige opplysninger om skatt for inneværende, forrige og neste inntektsår (Skatteetaten – folkeregistrering)

<sup>183</sup> Hentet fra ”Guide to limited partnerships in Guernsey (Appelby, 2014) og ”Guide to limited partnerships in Jersey” (Appelby, 2013)

investorene (LP) i fondet. I tillegg har Kanaløyene er høyere sektessenivå, som kan bidra til å forhindre innsyn dersom mistanke om urapporterte deltagerforhold foreligger. Dersom muligheten til å anonymisere eierforhold er et vesentlig hensyn bak valg av fondsjurisdiksjon, kan dette trekke i retning av fondslokalisering på Kanaløyene fremfor i Norge.

## 8.9 Omdømme

I gjennomgått litteratur vurderes ikke omdømme som et hensyn ved valg av fondsjurisdiksjon. Med omdømme mener vi hvordan aktører oppfattes av omgivelsene, det være seg investorer, leverandører, kunder eller andre interessenter.

I kapittel 4 nevnte vi at assosiasjoner til skatteparadiser kan belaste PE-fondenes omdømme. Det er derimot usikkert hvordan slike omdømmebelastninger materialiserer seg for PE-miljøene. Det kan tenkes at flere av PE-miljøenes interessenter har blitt oppmerksomme på problemene forbundet med skatteparadiser, og at disse vil ha innsigelser mot bruk av skatteparadiser. Som nevnt i kapittel 2 omfatter investorene i PE-fond ofte store institusjoner som pensjonskasser, livselskaper og banker. Disse institusjonene er som regel velkjente for offentligheten, og det kan dermed tenkes at disse vil vektlegge omdømme i større grad.

### *Omdømme og implikasjoner for valg av fondsjurisdiksjon*

Norske PE-fond har vært lokalisert på Kanaløyene i over et tiår, og likevel har pensjonskasser, livselskaper og universitetsstiftelser investert i fondene. Dette kan implisere at assosiasjonene til skatteparadiser ikke er problematisk for investorene, selv ikke for investorer som er velkjente for offentligheten. Eksempelvis har det norske statseide fond-i-fondet Argentum lenge investert i PE-fond lokalisert på Kanaløyene, inkludert norske.

Skatteparadiser og skadevirkningene av skatteplanlegging har fått økt oppmerksomhet i senere år. I den grad omdømmeimplikasjoner materialiserer seg, kan det derfor tenkes at aktørene i PE-bransjen har merket større konsekvenser i nyere tid. I BAHRS<sup>184</sup> rapport nevnes det at IS-formen har fått en del negativ omtale i mediene, som følge av at noen aktører har benyttet IS i skattemotiverte strukturer. I så måte kan valg av denne selskapsformen være belastende for et PE-fonds omdømme, og trekke valget av selskapsform mot limited partnerships, i et valg mellom disse lignende selskapsformene.

---

<sup>184</sup> Hentet fra ”Rettslige rammer for private equity-bransjen i Norge” (Hammerich, 2011)

Relativt til Kanaløyene har Norge imidlertid et betydelig lavere sekretessenivå, som omtalt i kapittel 4. I et større perspektiv kan dermed omdømme være et hensyn som trekker valget av fondsjurisdiksjon mot Norge, eller andre stater med større grad av åpenhet enn Kanaløyene.

## 8.10 Oppsummerende delkonklusjon

I dette kapitlet har vi sammenfattet og forklart 9 hensyn vi mener kan være reelle ved valg av fondsjurisdiksjon. Vi har også knyttet slike hensyn opp mot konkrete regulatoriske forskjeller mellom Norge og Kanaløyene. Deretter har vi konkludert med hvorvidt slike forskjeller kan medvirke til at valget av fondsjurisdiksjon dras i den ene eller den andre retningen. I tabellen under har vi listet opp de 9 hensynene, og angitt hvorvidt Norge eller Kanaløyene kan sies å ha forhold som trekker i retning av at norske PE-fond lokaliseres der:

	Kanaløyene	Norge
1. Skattetransparens	Limited partnership	KS og IS
2. Stabilitet og tillit	+	–
3. Reell etablering	+	–
4. Tjenestetilbud	+	–
5. Kostnader	–	+
6. Kapitaleffektivitet	Limited partnership	IS
6. Merverdiavgift	+	–
8. Hemmelighold	+	–
9. Omdømme	–	+
<b>Totalvurdering</b>	<b>+</b>	<b>–</b>

Tabell 2: Vurdering av fondsjurisdiksjoner

Tabellen tar utgangspunkt i tidligere diskusjoner i dette kapitlet. Av tabellen ser vi en klar tendens til at ovennevnte hensyn trekker i retning av å lokalisere norske PE-fond på Kanaløyene fremfor i Norge. Vi ser imidlertid at det trekkes i retning av å lokalisere PE-fond i Norge ved to av hensynene; kostnader og omdømme. Lokalisering av norske PE-fond i Norge vil sannsynligvis kunne innebære et redusert kostnadsnivå og et bedret omdømme for norske rådgivingselskaper.

Videre er det to av hensynene i tabellen som verken kan sies å trekke i retning av Norge eller Kanaløyene. Skattetransparens og kapitaleffektivitet kan oppnås ved bruk av ulike selskapsformer, hvorpå slike finnes både i Norge og på Kanaløyene. Skattetransparens kan oppnås både med limited partnerships, KS og IS, mens høy grad av kapitaleffektivitet kan oppnås ved bruk av limited partnerships og IS. Dermed kan disse hensynene omtales som hygienefaktorer, heller enn drivere for valg av jurisdiksjon.

Totalt sett kan Kanaløyene sies å inneha tilretteleggende forhold for lokalisering av norske PE-fond. En svakhet med dette kapitlet er imidlertid at det ikke sier noe om *i hvilken grad* ulike hensyn vektlegges av rådgivingssekskapenes beslutningstakere. Dersom enkelte hensyn vektlegges tyngre enn andre, vil dette i kunne endre utfallet av totalvurderingen. Det samme vil kunne skje dersom enkelte av hensynene oppfattes som ikke å være *reelle drivere* ved valg av fondsjurisdiksjon. I det følgende kapitlet vil vi derfor fremlegge en analyse av gjennomførte dybdeintervjuer som har til hensikt å 1) bekrefte/avkrefte om de ovennevnte hensyn er reelle drivere for valg av fondsjurisdiksjon og 2) danne et inntrykk av hvordan slike drivere vektlegges av PE-aktørene.

---

## 9. Reelle drivere ved valg av fondsjurisdiksjon - intervjuanalyse

*”Selv blant de som kan noe om dette, er det misforstått hvorfor fondene er på Kanaløyene”, partner i advokatfirma*

I dette kapitlet benytter vi innsamlet data til å kartlegge hvilke hensyn norske rådgivingselskaper oppfatter som reelle drivere ved valg av fondsjurisdiksjon. Sitater som er hentet fra dybdeintervjuer kombineres med analyse, noe som leder frem til oppsummerende delkonklusjoner for hvert av de 9 hensynene vi redegjorde for og vurderte i kapittel 8. Vi vil imidlertid påpeke at sitatene som brukes i dette avsnittet er hentet fra dybdeintervjuer med *enkelpersoner* i selskapene og ikke selskapene som helhet. Vi har likevel valgt å benytte selskapsnavn ved hvert sitat, for at analysen skal bli enklere å lese. Vi vil dog understreke at det siktes til fagpersonene og PE-aktørene listet opp i avsnitt 7.3.1, og ikke selskapet.

### 9.1 Skattetransparens

*”Fondene våre er etablert som limited partnerships og er transparente for skattemessige formål. Investorene blir skattlagt i sitt hjemland som om de var direkte eiere av underliggende eiendeler i fondet”, HitecVision*

I kapittel 5 introduserte vi begrepet skattetransparens som et uttrykk for når et selskap ikke er et eget skattesubjekt. Som følge av selskapsformers skatteansvar blir investorer skattlagt i jurisdiksjonene disse er hjemmehørende, fremfor i fondsjurisdiksjonen. Resultatet fra dybdeintervjuene er enstemmig: skatteansvar er en viktig driver bak valg av fondsjurisdiksjon.

#### 9.1.1 Skatteansvar – iboende karakteristika

Noe av kritikken som rettes mot fondsløslig lokalisering i skatteparadis handler om inntrykket av at eventuelle gevinster blir *liggende* i skatteparadisjurisdiksjonene. Dette avkreftes av PE-aktørene i intervjuene. HitecVision poengterer blant annet at investering gjennom skatteansvarlige fond får de samme skattemessige konsekvensene som om det investeres direkte i aksjer:

*”Hvis jeg er norsk investor og mottar gevinst på salg av aksjer i fondet, blir jeg skattlagt som om jeg eide aksjene direkte fra Norge. Det er som om du tok vekk fondet og så på de underliggende eiendelene og transaksjonene.”*

Samtlige PE-aktører forklarer skattetransparens på samme måte; utdelinger eller gevinster fra porteføljeselskapene skattlegges direkte i investorenes hjemland.

### **9.1.2 Dobbelbeskatning**

I kapittel 8 forklarte vi at skattetransparens forhindrer unødig dobbelbeskatning av investorene. Dette er et moment samtlige PE-aktører fremhever som bakgrunnen for at skattetransparente strukturer er nødvendig. Dersom PE-fond ikke hadde vært skattetransparente kunne det oppstått en skattelekkasje i fondsjurisdiksjonen.

Dersom en selskapsinvestor omfattes av fritaksmetoden og gjør *enkeltstående* investeringer i porteføljeselskaper, vil en eventuell aksjegevinst overføres skattefritt til landet selskapsinvestoren er hjemmehørende. Videre beskatning skjer så ved utbytteutdeling fra selskapsinvestor til personlige skatteyttere. PE-aktørene påpeker at tilsvarende beskatning må forekomme når investeringene i stedet er samlet gjennom et *fond*. Hvis det forekommer en skattelekkasje i fondsjurisdiksjonen, vil dette medføre en konkret skatteulempe ved fondsinvesteringer.

En forskjell mellom enkeltstående direkteinvesteringer og investeringer gjennom fond, er at et fonds samlede midler gir større evne til å foreta oppkjøp eller kjøp av kontrollerende andeler i porteføljeselskaper. En konsekvens av mangel på skattetransparens, og at fondsinvesteringer medfører en skatteulempe, kan være at fondsinvesteringer blir mindre attraktive. Dermed vil oppkjøp og aktivt eierskap kunne bli vanskeligere å organisere.

### **9.1.3 Behovet for skattetransparens**

Samtlige PE-aktører påpeker at det må foreligge skattetransparens for at et PE-fond skal være konkurransedyktig i kampen om investorene. Et viktig moment som fremkommer av samtlige intervjuer er at behovet for skattetransparens er investordrevet. En advokat forklarer behovet for skattetransparens enkelt: *”Investorene ønsker en transparent struktur”*.

I tillegg til å forhindre skattelekkasjer, er skattetransparente strukturer fordelaktige for investorene, fordi de kun må ta stilling til skattereglene i sine hjemland. Herkules forklarer at investorene *”slipper [...] å forholde seg til regler de ikke kjenner”*. Flere PE-aktører mener

at den skattetransparente limited partnership-strukturen på Kanaløyene et er krav fra investorenes side, og dermed eneste alternativ ved fondsetablering. I den sammenheng påpeker FSN at norske rådgivningsmiljøer ville ha kommet i en dårligere forhandlingsposisjon ovenfor investorene, dersom investorene måtte overtales til å gi slipp på sine prefererte jurisdiksjoner og strukturer:

*”Det er strategisk avanserte forhandlinger. Og en del av de forhandlingene går på elementer som er bransjestandarder. Velger man å utfordre [...] bransjestandardene, får man en dårligere forhandlingsposisjon. Hvor fondene er satt opp, og i hva slags jurisdiksjon, hvilke lover og regler som gjelder for fondsstrukturen, det er også bransjestandard. Hvis man skal prøve å gå mot strømmen i forhold til noen av elementene, så har du en lenger vei å gå på forhandlinger.”*

Det siktes blant annet til forhandling rundt utforming av PE-fondets forvaltningsavtale, hvor eksempelvis forvaltningshonoraret fastsettes. Noe av forvaltningshonoraret går som kjent til å dekke lønn til de ansatte i rådgivingselskapene. Dersom et rådgivningsmiljø må akseptere forverrede forvaltningsvilkår som følge av at norske strukturer brukes, vil dette kunne påvirke rådgivningsmiljøets konkurransedyktighet i forhold til andre miljøer.

I kapittel 5 konkluderte vi med at det måtte foreligge andre hensyn, enn rent skattemessige hensyn for fondet, bak valget av Kanaløyene som fondsjurisdiksjon. En advokat oppsummerer vårt funn og presiserer at ønsket om skattetransparens er:

*”Et skattemessig hensyn, i den forstand at de (investorene) ønsker skattenøytralitet. Men det er ikke skattemessige hensyn i den forstand at det er inntekter som ellers ville vært skattepliktige til Norge.”*

En annen advokat er av samme oppfatning og kommenterer: *”Kanaløyene velges ikke for å spare skatt, men for å unngå unødvendige skattekostnader. Det er for å sikre full skattenøytralitet”*. Herkules forklarer at rådgivningsmiljøet ikke motiveres av personlige skatteinsentiver når fond lokaliseres på Kanaløyene: *”Vi har verken ansatte eller investorer i Norge som har noen skattefordel av å være på Jersey”*. Herkules mener også det er aksept for å benytte seg av Kanaløyene både blant politikere og hos Skatteetaten. Som tidligere omtalt i avhandlingen foreligger det oppfatninger, blant annet i media, av at Kanaløyene velges av skattebesparende grunner. En advokat stiller seg utenforstående til dette, og fremhever at:

*”Det brukes masse energi på å fremstille det som at valget av Guernsey er noe som man sparer skatt av, og at det er mystisk og skummelt. Min tese er at det er ingen skattebesparelser på å bruke Guernsey kontra å bruke et IS eller et KS.”*

#### **9.1.4 Norske skattetransparente strukturer**

I kapittel 5 viste vi at skattetransparens for et PE-fond kan oppnås ved bruk av de norske deltagerlignende selskapsformene KS og IS. Det er dermed ingen nødvendighet at et PE-fond opprettes som et limited partnership på Kanaløyene for å unngå skattelekkasjer. Dette bekreftes også av Skatt Øst, som forklarer at *”så lenge strukturen er den samme vil valg av selskapsform neppe spille noen rolle med hensyn til beskatningen”*. Videre påpeker EQT at skattetransparens ikke er unikt for Kanaløyene, og at *”det kan du fint oppnå i Nederland, UK og andre steder”*.

På spørsmål om norske strukturer kan benyttes til å tjene det samme formålet svarer EQT at de foreløpig ikke har vurdert Norge. I likhet med de øvrige PE-aktørene synes ikke EQT å anse tilstedeværelsen av norske skattetransparente strukturer som tilstrekkelig for å vurdere fondslokalisering i Norge.

#### **9.1.5 Delkonklusjon**

Samtlige PE-aktører understreker at skattetransparente strukturer er av stor betydning for PE-fondenes forretningsmodell. Skattetransparens synes derfor å være en ”hygienefaktor” for PE-fondene og deres investorer. Kravet om skattetransparens kan likevel ikke enkeltstående sies å være avgjørende for lokalisering av norske PE-fond på Kanaløyene. Årsaken er at skattetransparens kan oppnås ved bruk av deltagerlignende selskapsformer i flere jurisdiksjoner, deriblant Norge. Dette poenget får også støtte blant PE-aktørene, men likevel synes ikke Norge å være en attraktiv fondsjurisdiksjon. I visse tilfeller virker det som om Norge ikke engang tas i betraktning ved når mulige fondsjurisdiksjoner betraktes. En grunn til dette kan være at PE-aktørene knytter skattetransparens opp mot andre forhold som oppfattes som mer betydningsfulle ved en fondsjurisdiksjonen. Dette kan være forhold som Kanaløyene hevdes å i større grad oppfylle enn Norge. Et slikt forhold er stabilitet og tillit, som vi vurderer i det følgende.

## 9.2 Stabilitet og tillit

*”Jeg tror noe av det som kjennetegner Kanaløyene og som er veldig viktig, er forutberegnelighet”, partner i advokatfirma*

Ved spørsmål om hvorfor ikke norske skattetransparente strukturer kan benyttes ved etableringen av norske PE-fond, kobler flere PE-aktører skattetransparens opp mot stabilitet.

*”Du må ha transparens og forutsigbarhet på den transparensen”, presiserer EQT.*

### 9.2.1 Investeringer i private equity – iboende risiko

Når et PE-fond reiser kapital vet ikke forvalterne eller investorene nøyaktig hvordan fondets portefølje vil se ut i fremtiden. Porteføljeinvesteringene gjennomføres først etter at fondets kapital er ferdigreist, og PE-investorene kan dermed kommitere flere titalls millioner kroner uten spesifikk innsikt i hva midlene skal brukes til. PE-investeringer forbindes derfor med noe som kan betegnes som en iboende risiko. Slik risiko kommer i tillegg til den rent finansielle risikoen PE-fondets investorer eksponeres for. PE-investeringenes iboende risiko, kombinert med relativt høy finansiell risiko (sammenliknet med andre aktivaklasser), medfører at investorenes *tillit* til PE-fondet blir viktig. *”Hvis du tar ett steg tilbake og ser på hva PE er, så er det «the ultimate trust game»”,* påpeker FSN. Investorenes tillit baseres gjerne på PE-aktørenes tidligere meritter, og tro på at gode investeringsbeslutninger kan gjentas. I tillegg synes PE-investorer å være særskilt opptatt av at rammevilkårene for PE-investeringer er svært forutsigbare. *”Det er ikke skattebesparelser det er snakk om, det er snakk om å skaffe seg forutberegnelighet på at det ikke blir en skattelekkasje”* påpeker en advokat.

### 9.2.2 Stabilitet i Norge

I flere intervjuer fremkommer det at Norge og norske skattemyndigheter oppfattes som uforutsigbare fra et investorståsted. FSN påpeker at:

*”I motsetning til Kanaløyene, som har hatt de samme strukturene og systemene siden man startet med PE, har Norge historikk med partier og skattesystemer som kommer og går. Jeg skjønner at investorene er skeptiske.”*

Også Skatt Øst fremhever investorenes syn på forutsigbarheten i Norge:

*”Skattemessig forutsigbarhet er en viktig faktor for investorene ved valg av PE-fond. I Norge endres regelverket til stadighet. Dersom du har en illikvid investering over 10-12 år vil du jo vite hva du får ut av det. Det vil du ikke vite på samme måte i Norge.”*

Skatt Øst presiserer at det ikke er de selv som mener skattesystemet i Norge er for lite forutsigbart for investorer, men at *”internasjonalt er det sterkt vektlagt at skatteregimet på Kanaløyene er ”tried and tested” over lang tid”*.

I løpet av en 10-12 års periode kan Norge gjennomgå et eller flere regjeringsskifter. Det vil mest sannsynlig også forekomme endringer i en rekke lover og regler. Det er imidlertid ikke gitt at regjeringsskifter endrer *PE-bransjens* rammevilkår, eller at endring i lovgivning medfører negative konsekvenser for PE-aktørene eller deres investorer. PE-aktørene uttrykker imidlertid at det i Norge er en betydelig *risiko* for at PE-bransjens rammevilkår endrer seg. Denne risikoen oppfattes som stor nok til at lokalisering av fond i Norge blir mindre attraktivt. En advokat påpeker at utenlandske klienters oppfatning av Norge som ustabil er noe *”politikere og en del akademia fnyser av”*, men at denne oppfatningen er høyst reell.

I intervjuene fremkommer det ikke konkrete eksempler på endringer i norske rammevilkår som har truffet PE-bransjen. I stedet trekkes det frem eksempler på andre saker som har skapt generell mistillit til norske myndigheter. Et av eksemplene er den såkalte *”Gassled-saken”*<sup>185</sup>, hvor verdien av et gassrørssystem falt med 33 milliarder etter at tariffene for bruk av systemet ble senket av staten. Flere av investorene i Gassled er utenlandske pensjonsfond, av samme type som investerer i norske PE-fond. I dybdeintervjuene fremkommer det at slike enkeltsaker er uheldige, og skaper usikkerhet rundt finansielle rammevilkår i Norge.

### **9.2.3 Stabilitet på Kanaløyene**

I samtlige dybdeintervjuer fremkommer et inntrykk av Kanaløyene som forutsigbare og stabile jurisdiksjoner. Samtlige intervjupersoner fremhever at Kanaløyene har et regulatorisk system som er betryggende for investorene, samtidig som bransjen håndteres profesjonelt og uten tungrodd byråkrati. Det poengteres at fondsindustrien på Kanaløyene har vist seg verdig PE-aktørenes og investorenes tillit. Eksempelvis påpeker Skatt Øst at *”Jersey over lang tid har vist at de ikke endrer seg til en større ulempe for investorene. Det har vært sånn i mange tiår”*.

<sup>185</sup> For mer informasjon se *”Staten støtter motparten”* (Løvås, 2014)

Enkelte PE-aktører påpeker at de gjerne skulle ha lokalisert fond i Norge, men at det fordrer bedret forutsigbarhet i rammevilkårene. Herkules kommenterer at *”lovgivningen burde tilpasses for å tiltrekke seg fond, og det kunne vært klarere føringer på skatteregler og moms”*. Et viktig moment som fremkommer i diskusjonen rundt bruk av Norge som fondsjurisdiksjon er at det sentrale ikke nødvendigvis er rammeverkets innhold, men dets forutsigbarhet. Så lenge selskapsformene er skattetransparente er det i utgangspunktet rom for å etablere norske strukturer, men PE-miljøene har behov for tydelige og forutsigbare rammevilkår. *”Vi må vite hvilke skatteregler som gjelder”*, supplerer Herkules.

#### **9.2.4 Mangel på norsk stabilitet – utflagging av rådgivingselskaper?**

Flere intervjupersoner fremhever også risikoen for av hele eller deler av norske *rådgivingselskaper* flagges ut av Norge, på grunn av lite egnede eller for ustabile rammevilkår. I flere dybdeintervjuer siktes det til usikkerhet rundt norske skattemyndigheters klassifisering av suksesshonorarer (carried interest). Dersom slike honorarer klassifiseres som lønnsinntekt og ikke kapitalinntekt vil det blir mindre attraktivt å drive rådgivingselskaper i Norge. *”Det er viktig å få klarhet i at rammebetingelsene ved å drive i Norge ikke er vesentlig dårligere enn ved å drive andre steder”* påpeker Herkules. En advokat fremhever imidlertid at det norske skattesystemet ikke er *”så verst”* for rådgivningsmiljøene og at forvalterne får god avkastning på de fondene som gjør det godt. Dessuten legger han til at *”nordmenn er altfor glad i Nordmarka til at det blir noen folkevandring til London”*.

#### **9.2.5 Kanaløyene som bransjestandard – reelt?**

På spørsmål om hvorfor norske fond etableres på Kanaløyene, dersom man ser bort i fra skattetransparens, utalte en av advokatene følgende:

*”Et svar er jo at hvis man ikke setter opp der, så får du ikke en eneste investor. Fordi de vil ikke investere noe annet sted. [...] De investerer i tretti fond i året og har ikke tid til å vurdere norsk, nederlandsk, polsk eller portugisisk system. Det er nesten som å spørre om hvorfor ikke Yahoo er på Oslo børs. De vil ikke det. De vil på NASDAQ.”*

En annen advokat hevder imidlertid at utenlandske investorers preferanse for Kanaløyene og limited partnership-strukturen er overdramatisert. Vedkommende påpeker at:

---

*”For 10 år siden var det helt utenkelig å etablere fondene noe annet sted enn Kanaløyene. Fondene sa at: «ingen investorer ville stole på skattemessige posisjoner noe annet sted enn på Kanaløyene, derfor må vi være der». Nå har det beveget seg mot at det går an å etablere fond andre steder.”*

Sistnevnte oppfatning kan sies materialisert gjennom noen enkelttilfeller de senere år. Fra og med 2012 har EQT etablert sine nye fond i London og Nederland. Selskapet har rettere sagt valgt å legge samtlige nyetableringer *utenfor* Kanaløyene, til tross for at selskapet tidligere lokaliserte sine fond på Kanaløyene. I 2014 lokaliserte også det svenske rådgivingselskapet Altor sitt nyeste fond utenfor Kanaløyene. Altor valgte imidlertid å lokalisere fondet i Sverige, med en svensk struktur. Både Altor og EQT har i etterkant av fondsetableringene hatt stor suksess med kapitalreisingen. I en pressemelding fra Altor fremkommer det at det svenske fondet var lukket innen tre måneder og at tilretteleggerne for kapitalreisingen ikke hadde sett en tilsvarende interesse på 20 år.<sup>186</sup>

EQT og Altors suksessfulle kapitalreising til fondene etablert utenfor Kanaløyene, gir grobunn for spørsmål om hvor rigid investorenes preferanse for Kanaløyene faktisk er. I intervjuene fremkommer det to forhold som kan bidra til å forklare hvorfor de ovennevnte PE-aktørene har oppnådd suksess, til tross for brudd med såkalt bransjestandard. For det første er EQT og Altor to av de største rådgivingselskapene i Europa og de har en svært god avkastningshistorikk på sine fond. Samlet sett kan dette gi EQT og Altor særskilte markedsposisjoner som skaper etterspørsel fra alle typer investorer, både nasjonale og internasjonale. Et godt renommé og en sterk track-record kan medføre at etterspørselen består, selv når fondene fraviker de internasjonale investorenes preferanser. For det andre har flere jurisdiksjoner i ”fastlands-Europa” utviklet sine fondsindustrier de senere årene. EQT påpeker at overgangen til eksempelvis Nederland gir samme forutsigbarhet og stabilitet som kan oppnås på Kanaløyene.

I lys av Altors fondsetablering i Sveige reiser det seg følgelig et spørsmål om hvorvidt Sverige kan anses som mer stabilt enn Norge. En advokat hevder at det er langt større forutberegnelighet og stabilitet i Sverige, og at dette spesielt kommer av at PE-industrien er politisk akseptert og ønsket i Sverige. *”Det er jo ingen politikere, eller få politikere, som ønsker å etablere en fondsindustri i Norge”* påpeker vedkommende.

---

<sup>186</sup> Hentet fra Altors hjemmeside (Altor, 2014)

EQT og Altor har begge inntatt solide markedsposisjoner i europeisk PE-bransje. En utilstrekkelig markedsposisjon kan tenkes å være en av årsakene til at norske aktører ikke er sikre på å oppnå suksess ved kapitalreisingen til et fond lokalisert utenfor Kanaløyene, og at de følgelig ikke forsøker. Det kan også tenkes at mange av de norske rådgivingselskapene selv mener de ikke har evne til å være såkalt "first mover" i den norske PE-bransjen, og at de er redde for at andre ikke følger etter. Blant annet kommenterer FSN:

*"Hvis EQT og Altor, som er større og mer modne enn oss, klarer å vise vei til Nederland eller Stockholm og skape en bedre situasjon for alle, så har vi ikke noe problem med å flytte etter i det hele tatt. [...] Det vi ser er at vi er et mindre PE-selskap enn dem, og for oss å lede veien i å flytte fondsstrukturer til Norden, med den politiske risikoen som ligger her, og [...] med investorene som er vant til Jersey som struktur, den fighten har vi ikke hatt ressurser til å ta."*

Dersom et PE-selskap lokaliserer et fond i Norge, og opplever en mislykket kapitalreising fordi investorene heller plasserer midler i andre PE-fond, eksempelvis lokalisert på Kanaløyene, vil dette være uheldig. Fondsetableringer er en kostbar affære, og kan medføre betydelige tap for aktørene dersom kapitalreisingen ikke er vellykket. Det synes derfor å være de internasjonale investorenes *oppfatning* av trygghet som driver valget av fondsjurisdiksjon. Herkules går så lang som å si at internasjonale investorers preferanser er avgjørende: *"Den eneste grunnen til at vi er på Jersey er at det er på den måten du får inn utenlandske investorer. Alle investorene beskattes da i sine respektive hjemland gjennom regler de kjenner."*

### 9.2.6 Delkonklusjon

Stabilitet oppfattes som en særdeles viktig driver for valg av fondsjurisdiksjon. Alle intervjupersoner påpeker viktigheten av at det foreligger stabile rammevilkår før en jurisdiksjon i det hele tatt vurderes som et reelt alternativ for lokalisering av norske fond. Stabilitet knyttes også gjennomgående opp mot andre kriterier, spesielt hygienefaktoren skattetransparens. Videre later det til at det visse karakteristika tilknyttet PE-bransjens forretningsmodell forsterker behovet for stabilitet. Dette sikter seg for eksempel til at PE-investeringer er svært langsiktige og illikvide. Videre fremkommer det at PE-bransjens forretningsmodell bygger på investorenes tillit til forvalterne. Dette gjør seg særlig gjeldende fordi PE-investeringer har en iboende risiko. Behovet for tillit forsterker behovet for stabilitet ytterligere, ettersom forvalterne av PE-fond må kunne vise til stabile rammeverk

for å oppnå investorenes tillit. Oppsummert later det til at stabilitet og tillit er sterke *drivere* for valg av fondsjurisdiksjon.

## 9.3 Reell etablering

*”Slik vi har organisert fondene og vår virksomhet, skal det ikke være risiko for at fondene eller investorene skal bli ansett som reelt etablert i Norge”,  
HitecVision*

I kapittel 8 diskuterte vi usikkerhetsmomentet tilknyttet den skattemessige behandlingen av utenlandske investorer i norske deltagerlignende selskapsformer. Nordic Innovation påpeker at deltagelse i norske KS eller IS vil kunne medføre reell etablering i Norge for utenlandske investorer. Hvilke konkrete konsekvenser reell etablering medfører fremkommer ikke av rapporten og heller ikke intervjupersonene later til å være sikre på de faktiske konsekvensene.

### 9.3.1 Reell etablering – en problemstilling?

En advokat uttaler at utenlandske investorer etter hans vitende risikerer å bli ansett for reelt etablerte i Norge gjennom deltakelse i et IS eller KS. Advokaten forklarer videre at investorene da vil anses som skattemessige hjemmehørende i Norge og at *”selv om du p.t. ikke betaler skatt, så er du konseptuelt hjemmehørende i Norge.”* Dersom investorene anses som reelt etablerte i Norge faller de følgelig inn under norske skatteregler. Fordi investorene i PE-fond er selskaper, vil reell etablering følgelig innebære at investorene underlegges den norske fritaksmetoden, og dermed treprosentregelen. Ved eventuelle gevinstutdelinger står utenlandske investorer i så fall ovenfor en norsk effektiv skattesats på 0,81 prosent. Reell etablering vil i tillegg medføre lignings- og rapporteringsplikt til Norge og dermed et merarbeid for PE-fondets internasjonale investorer.

Dersom internasjonale selskapsinvestorer er unntatt skatt på fondsgevinster i landene de er hjemmehørende, vil en skattesats på 0,81 prosent innebære en ren merkostnad ved å investere i et fond lokalisert i Norge (se avsnitt 8.1). Det er usikkert hvordan en slik kostnad vil oppfattes av internasjonale investorer. En av advokatene mener at *”0,81 prosent er så lite, det er ingen som hopper i stolen av det”*, men at beskatningen likevel innebærer en liten konkurranseulempet for fond som lokaliseres i Norge. En annen advokat hevder at det ikke er den nåværende skattemessige konsekvensen av reell etablering som er avgjørende, men

---

frykten for hvordan slike investorer vil skattlegges i fremtiden. En slik frykt vil ikke foreligge dersom fondet i stedet er lokalisert på Kanaløyene. For det første er det usannsynlig at investorene vil anses som reelt etablert på Kanaløyene, uavhengig hvilke aktiviteter GP gjør på vegne av LP i fondet. Videre ville reell etablering uansett ført til at selskapsinvestorene ble underlagt skattereglene på Kanaløyene, der selskapsskatten er null. Dermed innebærer ikke investeringer i fond lokalisert på Kanaløyene en finansiell risiko, med tanke på reell etablering.

### 9.3.2 Delkonklusjon

Til tross for at de fleste intervjupersonene har et forhold til begrepet reell etablering, kan de ikke fremlegge konkrete eksempler på ulemper reell etablering vil kunne medføre. De fleste påpeker i stedet at usikkerhet rundt reglene for reell etablering og eventuelle konsekvenser ved håndheving av disse, er nok et eksempel på uforutsigbare norske forhold. Denne usikkerheten er ikke til stede ved investeringer i fond lokalisert på Kanaløyene. Usikkerhetsmomentet tilknyttet reell etablering virker dermed å trekke i retning av fondslokalisering på Kanaløyene. Men ettersom det er usikkerhetsmomentet, og ikke faktiske konsekvenser av reelle etablering, som synes å gi Norge en konkurranseulempe, vil det være overdrevet å karakterisere reell etablering som en *driver* for valg av fondsjurisdiksjon.

## 9.4 Tjenestetilbud

*”Jersey har bygget opp et profesjonelt miljø rundt alt som heter fondsadministrasjon”, Northzone*

I kapittel 8 valgte vi å inkludere tjenestetilbud som et mulig hensyn ved valg av fondsjurisdiksjon, ettersom Kanaløyene har spesialisert seg på tjenester tilknyttet fondsadministrasjon. Dette er tjenester de fleste norske rådgivningsmiljøene velger å kjøpe, fremfor å dekke internt. I intervjuene fremmes det synspunkter på at Kanaløyenes tjenestetilbud er unikt, og at det ikke finnes et tilsvarende tilbud i Norge per i dag. PE-aktørene vektlegger imidlertid betydningen av tjenestetilbudet noe ulikt.

### 9.4.1 Tjenestetilbud på Kanaløyene

I kapittel 4 diskuterte vi Kanaløyenes lave selskapsskatt og manglende evne til å føre effektivt tilsyn med finansbransjen, som følge av et knapt skattefundament. I lys av PE-fondenes skattetransparente struktur, og investorenes manglende skattehemmel til Kanaløyene, blir skattefundamentet ytterligere avkortet. Skatt Øst påpeker imidlertid at på Kanaløyene *”lever de av tjenestene de yter til fondet, ikke av selve fondet eller investorene”*. Finansindustrien utgjør nesten halvparten av Kanaløyenes verdiskaping, og det kan dermed være essensielt for Kanaløyene å opprettholde sin attraktivitet i tilbudet av fondstjenester.

Som tidligere omtalt har Kanaløyene utviklet sin finansindustri over flere tiår. En del av finansindustrien omfatter fondsadministrasjon, og er spesielt rettet inn mot PE-bransjen. Samtlige intervjupersoner mener Kanaløyene har en særskilt posisjon hva gjelder tilbudet av fondstjenester. En advokat påpeker at *”Kanaløyene lever av å tilby disse tjenestene, og det har gjort at man har særdeles kompetente tjenesteytere”*. I intervjuene nevnes det også at Kanaløyene, gjennom sin nære tilknytning til Storbritannia, kan trekke på kompetansebasen som finnes i London. Andre intervjupersoner mener derimot at Kanaløyene har begrenset tilgang på kompetanse, på grunn av øyenes størrelse. *”Hadde man vært i Amsterdam eller Stockholm, som tross alt er større enn Jersey, tror jeg kompetansen til de som driver med fondsadministrasjon ville blitt høyere”* uttaler FSN.

Enkelte PE-aktører sier de ikke har gjort sammenligninger med tjenestetilbudet i andre jurisdiksjoner, men antar at Kanaløyene har det beste tilbudet. Northzone påpeker:

*”Jeg vet at det kanskje er noen i Sverige som har tenkt på å starte et administrasjonsmiljø, men at bransjen ikke er stor. På Kanaløyene har de store datasystemer og software som er utviklet for å holde på med fondsadministrasjon.”*

Northzone hevder også at det er fordelaktig å ha fondsadministrasjon og fondet på samme sted, men at dette ikke nødvendigvis må henge sammen: *”Tjenestetilbudet er viktig, men før hadde vi Jersey-basert administrasjon selv om fondet var satt opp i Danmark”*. Fondsadministrasjonen kan også håndteres internt, noe EQT tidligere gjorde. I år har de imidlertid flyttet disse tjenestene ut av selskapet og til Kanaløyene, fordi de blant annet ønsket bedre kvalitet på tjenestene:

---

*”Det er rett og slett vanskelig å få den quality of service man ønsker in-house [...] og det har ikke vært en, verken fra et kvalitetsperspektiv eller et kostnadsperspektiv, effektiv måte å gjøre det på.”*

Videre hevder EQT at tjenestetilbudet i en jurisdiksjon ikke er spesielt viktig for lokaliseringen av selve fondet, da disse om ønskelig kan fremskaffes internt. EQT er dog den eneste av PE-aktørene som i intervjuene hevder at dette er et alternativ. Dette kan handle om at EQT er en meget stor aktør og besitter ressurser og kapasitet nok til å selv yte slike tjenester til fondene sine. Det er derfor heller ikke overraskende at tilbudet av fondstjenester oppleves som mer relevant for de andre PE-aktørene i vårt utvalg.

#### **9.4.2 Tjenestetilbud i Norge**

Samtlige intervjupersoner konstaterer at det ikke finnes et tjenestetilbud av fondsadministrasjon i Norge. *”Jeg kjenner ikke til noen norske miljøer som har den kompetansen de har på Jersey”* påpeker Herkules. Også HitecVision understøtter fraværet av tjenester: *”At vi konkurransemessig og ikke minst kompetansemessig ville ha funnet miljøer her som kunne ha tilbudt de samme tjenestene som på Kanaløyene, er jeg høyst usikker på.”*

Flere PE-aktører påpeker at mangelen på tjenestetilbud skyldes fraværet av fondsetableringer i Norge. Dette til tross for at fondsadministrasjon og fondslokalisering ikke nødvendigvis må samkjøres i én jurisdiksjon. Ettersom det likevel etableres fond i Norge, men gjerne av mindre størrelse, antar vi det siktes til fondsadministrasjon på det nivået som kreves av store norske PE-fond med en internasjonal investorbare. Som tidligere omtalt i avhandlingen etableres slike fond per i dag vanligvis som limited partnerships på Kanaløyene. HitecVision påpeker at det i Norge er mangel på etterspørsel etter fondstjenester av internasjonalt kaliber og at dette har medført at ingen har spesialisert seg på slike tjenester. HitecVision mener videre at *”det sikkert finnes noen leverandører som over tid kunne ha gjort det, men tilbudet av tjenesteleverandører på Kanaløyene er bedre og langt mer utviklet for den type tjenester som vi trenger”*.

Flere intervjupersoner fremhever at administratortjenester ikke er overstadig kompliserte, og at eksempelvis revisorer er mer enn kvalifiserte til å kunne tilby slike tjenester. *”Jeg tror du kan få et tilsvarende administratormiljø i Norge, fordi administratormiljøet på Kanaløyene er unødvendig”* påpeker en advokat. Vedkommende mener det er sammenheng mellom

overkompliserte internasjonale fondsstrukturer og et tilsvarende overkomplisert tjenestetilbud. Ettersom norske strukturer er av en enklere karakter vil også den tilhørende administrasjonen av fondene være forenklet og lettere å tilby. FSN mener at *”Norge helt fint kunne bygd opp et kompetansemiljø”*, men påpeker at et norsk tjenestetilbud vil være av liten betydning uten forutsigbarhet i øvrige rammevilkår.

### 9.4.3 Delkonklusjon

Det later til at intervjupersonene oppfatter fondstjenestene på Kanaløyene som tilpasset deres behov, og at det derfor ikke er nødvendig å utforske andre tjenesteleverandører. Enkelte intervjupersonenes synes også å være usikre på om det finnes miljøer som leverer fondstjenester i Norge. Til tross for at enkelte PE-aktører hevder det er potensiale for et tilbud av fondstjenester i Norge, virker interessen for å kjøpe slike tjenester relativt lav. Grunnen til dette kan være at PE-aktørene i vårt utvalg har majoriteten av sine fond lokalisert på Kanaløyene, og at de opplever det som hensiktsmessig å ha fond og fondsadministrasjon i samme jurisdiksjon.

Det virker ikke som om andre enn EQT har vurdert muligheten for å dekke fondsadministrasjon internt. Dette kan skyldes to forhold. For det første kan det skyldes en oppfatning av at det er bedre kvalitet på tjenester som leveres *eksternt*. For det andre kan det skyldes at de fleste norske rådgivningsmiljøene mangler ressurser til å drive slik fondsadministrasjon internt.

Til tross for at de fleste PE-aktørene hevder at tjenestetilbudet er viktig ved valg av fondsjurisdiksjon, later tjenestetilbudet å være en underordnet *driver* for valg. I stedet kan intervjupersonene tolkes som å oppfatte tjenestetilbudet på Kanaløyene som en ”praktisk attributt” som medfølger Kanaløyenes ”pakkeløsning” for fondsetableringer.

## 9.5 Kostnader

*”Hvis man sitter i Finansdepartementet så burde man tenke på om man vil ha norske pensjonsmidler ut av Norge og administrert på Jersey, med tilhørende kostnader der”, partner i advokatfirma*

I kapittel 8 valgte vi å inkludere kostnadsaspektet ved fondsetablering og –drift som et mulig hensyn ved valg av fondsjurisdiksjon. Intervjupersonenes syn på kostnader er i noen grad

varierte. Enkelte aktører later ikke til å ha særlige formeninger om ulikheter i drifts- og etableringskostnader mellom forskjellige jurisdiksjoner. Andre mener derimot at det vil foreligge store kostnadsbesparelser dersom norske PE-fond lokaliseres i Norge fremfor på Kanaløyene.

Enkelte PE-aktører mener tjenestetilbyderne på Kanaløyene tar seg godt betalt for sine fondstjenester, grunnet deres ekspertise og lange erfaring. FSN påpeker at *”de flinkeste innenfor fondsadministrasjon har bygd seg opp ganske stort og etter hvert blitt veldig dyre, fordi tilgangen på arbeidskraft er dårlig og prisene presses opp”*. Andre mener det er vanskelig å vurdere hvor kostbart Kanaløyenes tjenestetilbud er, fordi det ikke finnes sammenlignbare bransjer i Norge, som omtalt under delkapittelet ”Tjenestetilbud”. Herkules hevder at kostnadsnivået ikke nødvendigvis ville vært så forskjellig, ettersom *”dokumentasjonskrav, avtaleverk og formaliteter rundt fondsstrukturen må på plass uansett”*. I den sammenheng er Herkules av den oppfatning at kostnadene forbundet med fondsadministrasjon på Kanaløyene kan være lavere enn i Norge fordi *”lønningene er lavere på Jersey”*.

### 9.5.1 Internasjonale fondsstrukturer

Kostnader må ses i sammenheng med valg av selskapsform og den arbeidsmengde som kreves av tilhørende avtaleverk. *”Hvis du kjører disse litt tøffe internasjonale strukturene, med store fond, er kravene til avtaleverket veldig komplisert”* påpeker Herkules. Internasjonale strukturer, som limited partnerships, har ofte et mer omfattende avtaleverk, sammenlignet med norske selskapsstrukturer. Flere intervjupersoner mener at et komplisert avtaleverk forårsaker merarbeid og følgelig høyere driftskostnader. En advokat uttaler:

*”Hvis du setter opp et fond som et IS så er det en ganske enkel avtale. Hvis du setter opp et fond som et limited partnership på Guernsey er det en 80-siders avtale med veldig mye til og fra.”*

Flere av PE-aktørene har limited partnerships organisert som såkalte *”parallele fondsstrukturer”* på Kanaløyene. Dette innebærer at fondet i realiteten består av to eller flere separate fondsenheter tilpasset ulike PE-investorer. En parallell fondsstruktur kan for eksempel bestå av et eget fond for norske investorer og et annet for utenlandske investorer. Slik vi forstår det opprettes parallele fond for å tilfredsstille krav fra ulike investorer, for eksempel særskilte behov fra amerikanske investorer. En parallell fondsstruktur medfører et

ekstra avtaleverk mellom de parallelle fondene, i tillegg til de avtaleverkene som gjør seg gjeldende for fondet som helhet. Til tross for at parallelle strukturer fremstilles som ett fond utad, vil en slik løsning i praksis innebære merarbeid og merkostnader. *”Det blir dyrere fordi alt må dobles, vi må doble styremøter, styreprotokoller og lignende”*, påpeker Herkules. Dette synes imidlertid å være en kostnad PE-selskapene er villige til å ta, gitt behovet for å tiltrekke seg internasjonale investorer. Hvorvidt parallelle fondsstrukturer vil være et krav dersom fondene velges etablert i Norge er usikkert. Det virker imidlertid sannsynlig at slike krav vil kunne forekomme uavhengig av hvor fondene lokaliseres, og at det heller er avhengig av hvilke investorer som investerer i fondet.

### **9.5.2 Norske fondsstrukturer**

Ettersom det ikke foreligger samme tilbud av administrasjonstjenester i Norge som på Kanaløyene, er det vanskelig å sammenligne forskjeller i driftskostnader. I tillegg til administrasjonskostnader forbundet med drift, påløper det likevel betydelige advokatkostnader ved fondsoppsett og fondsavvikling. I den sammenheng påpeker flere intervjupersoner at det kan være kostnadsbesparelser forbundet med å velge norske selskapsformer og dermed norske advokater. *”Norske advokater er ganske dyre, men utenlandske advokater er enda verre”* påpeker en advokat.

Vår oppfatning er at det er enighet om at nordiske fondsstrukturers avtaleverk er enklere enn avtaleverket forbundet med utenlandske limited partnerships. Flere intervjupersoner mener at enklere avtaleverk innebærer en kostnadmessig fordel, i favør av nordiske selskapsformer. *”Hvis du bruker et norsk IS har du akkurat like mekanismer som med en Guernsey-struktur, og etableringskostnaden er i så fall en tiendedel”*, påpeker en advokat. En annen advokat hevder at det vil kunne påløpe 1,5 til 2 millioner kroner ekstra ved fondsetablering på Kanaløyene, fremfor i Norge. Til tross for enighet om at nordiske strukturer er enklere enn limited partnership-strukturen på Kanaløyene, har få PE-aktører gjort en reell vurdering av de norske strukturene. *”Sverige og Danmark mer aktuelt, fordi det er rimeligere arbeidskraft og det svenske finansmiljøet er mye større enn det norske”*, påpeker FSN. Northzone mener det kunne vært rimeligere å drive fond i Norge, men fremhever at fraværet av fondstjenester uansett forhindrer norske strukturers aktualitet.

### 9.5.3 Kostnadssynergier

Et spesifikt kostnadsaspekt som fremkommer av intervjuene, er kostnadssynergiene som kan oppnås ved å opprette alle fondene i samme jurisdiksjon og med de samme tjenesteyterne. ”*Det er en fordel å samle det*”, påpeker Herkules. Flere PE-aktører mener de får et bedre pristilbud fra administratorene etter hvert som de oppretter flere fond på Kanaløyene. FSN uttaler følgende: ”*vi byttet jo administrator akkurat, ved lukkingen av det forrige fondet, og vi fikk en god pris på fond 2 og fond 3 ved å også flytte de over*”. Videre har PE-aktørene utviklet kjennskap og en trygghet til administratorene på Kanaløyene, med rutiner og samarbeid som forenkles over tid. ”*De er jo nesten som drivhjulet for oss*” påpeker Northzone. Flere PE-aktører mener det vil være kostbart å bytte administratorleverandør, fordi det vil kreve en omstillingsprosess og innarbeidelse av nye rutiner.

Rådgivingsmiljø forvalter gjerne flere aktive PE-fond samtidig. Ved etablering av et nytt fond vil man måtte vurdere hvor fondet skal plasseres. Vanligvis plasseres fondet i samme jurisdiksjon som de andre aktive fondene. Dersom rådgivingsmiljøet derimot beslutter at et nytt fond/alle fremtidige fond skal lokaliseres i en annen jurisdiksjon, vil fondstjenester måtte kjøpes parallelt i to forskjellige jurisdiksjoner frem til gamle fond avvikles. I en overgangsperiode, som kan være av betydelig lengde, vil PE-aktørene derfor kunne forhindres fra å utnytte kostnadssynergier på en optimal måte. Dette kan skape insentiver til å benytte samme fondsjurisdiksjon over tid, i stedet for å opprette nye fond i andre jurisdiksjoner. FSN understøtter betydningen av å lokalisere alle fondene i én jurisdiksjon: ”*Hvis vi først velger, på et eller annet tidspunkt, å flytte så tror jeg vi velger å flytte alle våre fond*”.

### 9.5.4 Virksomhetsetablering på Kanaløyene

Som omtalt i kapittel 4 anses selskaper som hjemmehørende i det landet selskapets beslutninger tas på styrenivå, etter norsk lov. For at et norsk PE-fond skal anses for etablert på Kanaløyene, innebærer dette dokumentasjon og bevisføring av at styremøter og beslutninger faktisk finner sted på Kanaløyene. ”*Det er en del av setupen, i forhold til norske skattemyndigheter, at det skal være en reell virksomhet på Jersey, og ikke bare være en papir-setup*”, hevder Herkules. Krav til bevisførsel medfører blant annet at styremedlemmer fra norske rådgivingselskaper fysisk må reise til Kanaløyene når det avholdes styremøter. Flere aktører påpeker at dette er en kostbar affære, både fordi det

medfører reisekostnader, men også fordi det tar tid å forflytte seg fra Norge til Kanaløyene. ”Det tar gjerne et par dager å reise fram og tilbake”, påpeker Herkules og forklarer at de derfor avholder styremøter fortløpende for alle fondene når de først reiser. Denne prosedyren bekreftes av FSN, som også forklarer at det er en fordel å lokalisere fondene i samme jurisdiksjon med tanke på reisekostnader:

*”Når vi flyr til Jersey, kjører vi alle styremøtene på samme dagen. Det ville vært tungvint for meg å først fly til Jersey og så fly til Stockholm og ta det svensk-baserte fondet.”*

Dersom styrebeslutningene i realiteten tas Norge, og for eksempel bare formidles til Kanaløyene per telefon, løper det en risiko for at norske skattemyndighetene hevder at fondet reelt sett forvaltes i Norge. Fondet kan dermed få norsk virksomhetsetablering, og følgelig anses som etablert for skattemessige formål. ”Så vi gjør det ordentlig, og det er klart det er fordyrende”, konstaterer Herkules.

I tillegg til fordyrende bevisførsel poengteres det at også skattemyndighetene på Kanaløyene kan stille egne krav for at fondet skal anses som etablert på Kanaløyene. Et av kravene kan blant annet være at fondets styre må benytte *lokale* styremedlemmer, og slike medlemmer følgelig må leies inn.

### **9.5.5 Delkonklusjon**

En rekke kostnader later til å kunne omgås dersom norske fond lokaliseres i Norge fremfor på Kanaløyene. For det første kostnadsbesparelser ved å benytte norske strukturer og følgelig norske advokater. Noen PE-aktører hevder videre at prisnivået på Kanaløyene er presset opp grunnet knappe ressurser. Andre fremhever imidlertid at arbeidskraften i Norge er dyrere. Intervjupersonene virker usikre på ulikheter i kostnadsnivå mellom Norge og Kanaløyene, da det ikke finnes et reelt norsk sammenlikningsgrunnlag. Av denne grunn synes norske PE-aktører heller ikke å ha gjort noen konkrete analyser av slike kostnader. Fondslokalisering på Kanaløyene medfører imidlertid bevisførsel og krav om lokalt avholdte styremøter, og denne kostnaden fremhever PE-aktørene som uheldig.

Samlet sett virker PE-aktørene å mene at fondsetableringer i Norge kan være kostnadsbesparende. Dette burde ha trukket i retning av fondslokalisering i Norge. Likevel opprettholdes oppfatningen av Kanaløyene som preferert jurisdiksjon. Dette kan skyldes flere forhold, eksempelvis at fondslokalisering i Norge bryter opp potensielle

---

kostnadssynergier. Videre vil det være lite hensiktsmessig å lokalisere fond i Norge dersom det likevel ikke tilbys nødvendige fondstjenester.

Oppsummert kan vi si at det foreligger en del uklare forhold når det kommer til forskjeller i kostnadsnivå mellom Norge og Kanaløyene. Etter vår oppfatning er det imidlertid mye som taler for å lokalisere fondene i Norge sett fra et rent kostnadsperspektiv. Da dette likevel ikke forekommer, later det til at valget av fondsjurisdiksjon heller drives av andre forhold. Kostnader kan derfor betraktes som en *underordnet driver* ved valg av fondsjurisdiksjon. Denne driveren er følgelig ikke sterk nok til at fondene lokaliseres i Norge.

## 9.6 Kapitaleffektivitet

*”Jeg vil tro det er regulatoriske hensyn, mer enn skattemessige hensyn, som gjør at de etablerer fondene på Kanaløyene”, Skatt Øst*

I kapittel 8 gjennomgikk vi regulatoriske forskjeller mellom AS, KS, IS og limited partnerships. Vi kunne vise at IS og limited partnerships har mange likehetstrekk, i hovedsak fordi begge selskapsformene gir tilnærmet full fleksibilitet til å foreta utdelinger. De fleste PE-aktørene har imidlertid hatt sine fond etablert som limited partnerships på Kanaløyene i en årrekke og forholder seg dermed kun til kravene som følger av denne selskapsformen. Det fremkommer av intervjuene at kapitaleffektivitet er viktig for et fond, men det kan derimot betviles om dette er en reell driver for valg av fondsjurisdiksjon.

### 9.6.1 Behovet for kapitaleffektivitet

Generelt er PE-aktørene opptatt av at selskapsformen som velges for fondet skal tilfredsstillere investorenes krav. For de største norske PE-aktørene finnes det ikke tilstrekkelig kapital i Norge til å reise fond på flere hundre millioner eller flere milliarder. Det oppstår dermed behov for å også reise utenlandsk kapital, og at selskapsformen og jurisdiksjonen følgelig er tilpasset utenlandske investorers ønsker. Herkules, som har alle sine fond på Jersey, nevner i denne sammenheng at:

*”Det er den eneste måten vi kan få penger på, og vi har fått masse utenlandske investorer som investerer i norsk næringsliv. For å få det til må fondene være satt opp et sted investorene kjenner til strukturen og skattereglene.”*

Som tidligere omtalt i avhandlingen er investorene i PE-fond ofte institusjoner, som investerer i et betydelig antall fond årlig. For disse investorene er det en stor fordel at fondene har samme struktur og jurisdiksjon, slik at investorene slipper merarbeidet med å sette seg inn i ulike regulatoriske forhold. Flere PE-aktører oppfatter at store internasjonale investorer vil miste interessen for et fond dersom det innebærer merarbeid å sette seg inn i andre regulatoriske krav. Følgelig virker PE-aktørene heller ikke å ha forsøkt å forklare norske selskapsformer, og tilhørende regulatoriske krav, ovenfor internasjonale investorer. Tidvis virker de heller ikke å *selv* ha satt seg inn i de regulatoriske forskjellene. Gitt PE-investeringers iboende risiko, som omtalt under delkapittelet ”Stabilitet og tillit”, vil mange investorer minimere risikoen for at uforutsette krav eller endringer påvirker investeringens avkastning. Det er dermed ønskelig at de regulatoriske forholdene er kjente og forutsigbare. *”De har opptil 200-300 fond å forholde seg til, og jo mer strømlinjeformet, jo bedre er det”* konkluderer FSN.

Generelt påpekes det at krav til bunden kapital i fondet, som følge av en valgt selskapsform, ikke er forenelig med avkastningskravene norske PE-fond står ovenfor. Dersom det stilles krav til bunden kapital vil eventuell gevinst ved realisasjon av et porteføljeselskap kunne bli liggende i fondet og kapitaleffektiviteten falle. *”Dersom gevinsten ikke kan deles ut blir avkastningen på investeringene lavere, grunnet tidseffekten”* forklarer HitecVision. Dette bekreftes av en advokat, som forklarer at *”de som forvalter fondet er interessert i å få ut kapitalen så fort som mulig, fordi de blir målt på den avkastningen de klarer å oppnå på den kapitalen de har inne til en hver tid”*. Dermed er fleksibilitet i utdelinger av stor betydning, og regulatoriske krav som skaper hindringer i kapitalutdelinger kan ha konkrete ulemper for et PE-fonds suksess.

### **9.6.2 Kapitaleffektivitet i limited partnerships**

Som nevnt i kapittel 8 kan kapital flyte tilnærmet ubegrenset gjennom et limited partnership, så lenge fondet er solvent. Blant intervjupersonene er det enighet om at limited partnerships gir den beste kapitaleffektiviteten for fondene. Herkules påpeker at *”med limited partnerships er det enklere å kalle inn penger [...] og det er lett å betale tilbake penger”*. Likevel synes betydningen av kapitaleffektivitet, som følge av en valgt selskapsform, å være underordnet selskapsformens *salgbarhet* ovenfor investorene. Så lenge limited partnerships er den prefererte strukturen for internasjonale investorer synes flere PE-aktører heller ikke å

ha behov for å utforske kapitaleffektiviteten som kan oppnås gjennom andre strukturer, eksempelvis norske.

### 9.6.3 Kapitaleffektivitet i norske strukturer

Blant intervjupersonene er det advokatene som har mest innsikt i regulatoriske krav ved norske selskapsformer. Advokatene påpeker at flere at norske selskapsformer i utgangspunktet skal kunne tilfredsstille kravene til kapitaleffektivitet. For det første finnes det deltagerlignende selskapsformer også i Norge som tilfredsstiller behovet for skattetransparens, som tidligere omtalt. Videre påpekes det at IS best er tilpasset behovet for kapitaleffektivitet, ettersom selskapsformen gir *”full fleksibilitet til å kalle inn og dele ut kapital”*, og er mindre regulert enn KS. En advokat mener KS-formen ikke lenger brukes, slik at potensielle norske strukturer for PE-aktører enten er AS eller IS. Vedkommende konstaterer at IS burde velges fremfor AS, slik at *”kapitalen kan flyte inn og ut veldig raskt og enkelt”*. HitecVision er også av den oppfatning at en IS-struktur er best tilpasset deres behov: *”Hvis vi skulle hatt et fond i Norge tror jeg ikke vi ville ha valgt KS, jeg tror vi ville hatt et IS, uten at jeg har forsket så mye på det. I et IS er det ikke krav til bunden kapital.”*

I AS er ulempen at det må fattes formelle utbyttebeslutninger før utdelinger kan finne sted. Skatt Øst er også av den oppfatning at AS-formen er uhensiktsmessig for PE-fond: *”I et AS er det helt klart begrensinger i kapitalflyten. Der har du egne krav til innbetaling, kapitalnedsettelse, kapitalforhøyelse og utbytteutdelinger. Og det skal følges en del prosedyrer”*. Andre advokater er derimot av den oppfatning at AS-formen har blitt mer fleksibel etter lovendringene i 2013, som nevnt i kapittel 8, og at AS-formen på sikt kan bli mer aktuell for PE-bransjen. *”Før kunne man bare gi utbytte på grunnlag av et årsoppgjør, så pengene kunne bli sittende inne i et år. Nå kan du gjøre mellombalanser og dele ut utbytte”*, nevner en advokat.

I kapittel 5 forklarte vi forskjellen mellom den skattemessige behandlingen av utdelinger fra DLS og utbytte fra AS. Vi forklarte også implikasjonene for utenlandske investorer. For selskapsinvestorer som ikke er hjemmehørende innenfor EØS har utbytteutdelinger fra AS er særskilt ulempe, fordi det utløser kildeskatt til Norge. En advokat fremhever imidlertid at utdelinger fra AS ikke nødvendigvis må forekomme som utbytte. Advokaten hevder at omgåelse av utbytteutdelinger kan oppnås gjennom tilbakekjøp av forholdsmessig andel av aksjer, eller gjennom partiell-likvidasjon av selskapet. Å benytte slike alternative

utdelingsformer kan likevel innebære noen merkostnader, som isolert sett gir AS en konkurranseulempet satt opp mot den svært fleksible limited partnership-strukturen. Som diskutert under delkapittelet "Kostnader" kan det imidlertid tenkes at kostnadene forbundet med oppstart og drift av et PE-fond organisert som et AS er lavere enn tilsvarende kostnader forbundet med limited partnerships. Dermed kan eventuelle kostnader forbundet med alternative utdelinger fra et AS veies mot merkostnader ved å bruke en limited partnership-struktur på Kanaløyene. Dette fordrer dog at AS-formens forbedrede fleksibilitet og potensielt lavere kostnadsnivå gjør AS-formen attraktiv for PE-aktørene. Dette må igjen ses i sammenheng med AS-formens salgbarhet. Advokaten mener likevel at dersom man får hjelp av et advokatfirma i London til beskrive alternative strukturer, eksempelvis AS, på en riktig måte ovenfor potensielle investorer, vil man kunne få aksept uavhengig av selskapsform. *"Det må pakkes inn på en måte som markedet forstår"*. I så måte tror enkelte intervjupersoner at AS-formen kan bli mer aktuell for norske fondsetableringer i fremtiden, men også dette momentet knyttes til behovet for mer forutsigbare rammevilkår i Norge.

#### **9.6.4 Delkonklusjon**

PE-aktørene virker ikke helt sikre på hvilke regulatoriske forskjeller det er mellom norske selskapsformer, og hvordan disse skiller seg fra limited partnerships. Videre virker interessen for å utforske norske selskapsformer, og følgelig selskapsformenes kapitaleffektivitet, relativt liten. Dette synes hovedsakelig å skyldes PE-aktørenes oppfatning av at investorene er uvillige til å sette seg inn i nye regulatoriske forhold. Noen PE-aktører har imidlertid reflektert over norske selskapsformers kapitaleffektivitet. Blant annet nevnes det at et IS ville blitt foretrukket fremfor et KS grunnet bedre kapitalflyt. AS-formen synes å ha vært mer aktuell da de første rådgivingselskapene vokste frem i Norge, men virker nå lite tilpasset PE-aktørenes behov. En av advokatene påpeker imidlertid at AS-formen etter nylige endringer igjen kan vinne aktualitet ved norske fondsetableringer, også for fond med internasjonal investorbase.

Oppsummert virker det som at PE-aktørene har liten interesse for å overveie kapitaleffektiviteten som kan foreligge i andre land eller med andre selskapsstrukturer enn limited partnerships på Kanaløyene. Kapitaleffektivitet synes dermed ikke å være en viktig *driver* for valg av fondsjurisdiksjon, men heller en hygienefaktor ved valg av selskapsform.

## 9.7 Merverdiavgift

*”Det er klart, hvis man må betale moms på finansielle tjenester hvis fondet er etablert i Norge, så er det en betydelig konkurranseulemppe”, Herkules*

I kapittel 8 omtalte vi moms og klassifisering av tjenestene som rådgivningsselskapene leverer til PE-fondene. Disse tjenestene er per i dag hovedsakelig klassifisert som finansielle tjenester, og i Norge er slike tjenester fritatt for moms. Flere intervjupersoner er av den oppfatning at skattemyndighetene skal se nærmere på klassifiseringen av rådgivningstjenestene, slik at flere tjenester i fremtiden kan bli momspliktige. *”Vi har ikke tatt stilling til moms, men vi skjønner at noen i skattemyndighetene ønsker å se på det”, sier FSN. Videre utdyper FSN at momsspørsmålet skaper usikkerhet rundt rammevilkårene i Norge: ”Vi forholder oss til de lovene og reglene som gjelder, men vi må ha tydelige rammevilkår”.*

### 9.7.1 Moms - implikasjoner

Rådgivningstjenester levert til PE-fondet finansieres gjennom forvaltningshonoraret, som omtalt i kapittel 2. Forvaltningshonoraret settes som regel til rundt 2 prosent av fondets kommitterte kapital, og honoraret påløper årlig frem til fondet avvikles. Ettersom honoraret krever vesentlige årlige summer av fondets midler, kreves det en betydelig totalavkastning for at fondsinvesteringen skal være lønnsom for investorene. Dersom det PE-fondet i tillegg ilegges momsplikt på kjøp av tjenester, blir avkastningskravet for fondet desto større.

Tjenester som føres ut av Norge er ikke momspliktige, som omtalt i kapittel 8. Moms betales i det landet tjenestene mottas, men for PE-fond etablert på Kanaløyene vil det ikke påløpe moms, ettersom Kanaløyene ikke opererer med moms på varer og tjenester. Dette innebærer at forvaltningshonoraret som finansierer norske rådgivningstjenester er momsfritt for norske fond lokalisert på Kanaløyene. For disse fondene er det dermed ikke av betydning hvorvidt norske rådgivningstjenester klassifiseres som finansielle tjenester og følgelig hvorvidt tjenestene er fritatt moms i Norge.

For fond lokalisert i Norge vil derimot klassifiseringsspørsmålet tilknyttet moms på rådgivningstjenester være av vesentlig betydning. Dersom norske myndigheter avgjør at hele eller deler av forvaltningshonoraret ikke kan relateres til finansielle tjenester, og dermed ilegges moms, vil dette kunne medføre at fondet blir må betale moms for de de tjenestene det

kjøper av rådgivningsmiljøet. Dette medfører betydelige kostnader for fondet. PE-fond som lokaliseres i Norge vil dermed ha en betydelig konkurranseulempe sammenlignet med fond lokalisert på Kanaløyene.

Et moment som fremkommer av intervjuene er at en eventuell omklassifisering av rådgivningstjenestene kan bli fordelaktig for norske PE-aktører som har lokalisert fond på Kanaløyene, men har det tilhørende rådgivningsselskapet i Norge. Bakgrunnen er at en omklassifisering vil kunne gi rådgivningsselskapene fradrag for moms på utgifter tilknyttet rådgivning, samtidig som tjenesteeksporten ikke er momspliktig ved mottak på Kanaløyene. Dermed vil en omklassifisering av rådgivningstjenester kunne gi norske rådgivningsselskaper, som allerede har lokalisert fondene sine på Kanaløyene, ytterligere insentiv til å bli værende i disse jurisdiksjonene.

Det er foreløpig ikke avklart hvorvidt forvaltningshonoraret blir helt eller delvis momspliktig i Norge. Scheel-utvalget<sup>187</sup> leverte i desember sin innstilling til det norske skattesystemet, der det ble foreslått momsplikt for alle finansielle tjenester. Dersom dette forslaget blir gjennomført vil klassifiseringsspørsmålet være av mindre betydning, ettersom forvaltningshonoraret uansett blir momspliktig for fond etablert i Norge. Eventuelle forskjeller i momssatser for ulike rådgivningstjenester vil kunne forekomme, men det totale bildet setter fond lokalisert i Norge i en ufordelaktig posisjon, sammenlignet med fond lokalisert i jurisdiksjoner uten momsplikt.

Flere PE-aktører fremhever momsspørsmålet som nok et eksempel på uforutsigbare norske rammevilkår, og at denne usikkerheten ikke kan ignoreres ved valg av fondsjurisdiksjon. Dersom det nye fond lokaliseres i Norge, vil momsspørsmålet måtte inkluderes i forhandlingene med investorene, for å avklare hvem som skal bære en eventuell momskostnad. En advokat hevder at utenlandske investorer ikke vil være villige til å påta seg momskostnaden. Fond lokalisert i Norge vil dermed få en åpenbar konkurranseulempe i kampen om internasjonale investorer, som sannsynligvis heller velger utenlandske fond med forutsigbart fravær av momsplikt. På spørsmål om hvorfor ikke fondets forvaltere kan påta seg den eventuelle momskostnaden i forvaltningsavtalen (og dermed fjerne *investorenes* risiko for momsplikt) svarer en advokat at ”*det ikke rom for å si at: «vi (forvalterne) tar momsrisikoen», fordi da har fondene plutselig ikke penger til å drive*”.

---

<sup>187</sup> Offentlig utvalg utnevnt av regjeringen til å vurdere selskapsbeskatningen i lys av den internasjonale utviklingen. Innstillingen ble levert 2. desember i år. For mer informasjon se: (Regjeringen, 2013)

## 9.7.2 Delkonklusjon

Det fremkommer av intervjuene at moms per i dag *ikke driver* valget av fondsjurisdiksjon. Mange av intervjupersonene har imidlertid tanker om at moms kan bli av betydning, avhengig av hvordan momsspørsmålet avklares av myndighetene. Dersom forvaltningshonoraret helt eller delvis blir underlagt momsplikt, er det enighet i at dette vil gjøre fond lokalisert i Norge mindre konkurransedyktige, sammenlignet med fond etablert på Kanaløyene. Usikkerheten tilknyttet moms betraktes som nok et eksempel på uforutsigbare rammevilkår, og denne usikkerheten kan isolert sett drive fondsetableringene mot Kanaløyene, som diskutert under delkapittelet ”Stabilitet og tillit”.

## 9.8 Hemmelighold

*”Eierskap- og eierskapsrapportering er ikke søkbart i skatteparadis, det er et problem. Det tar mye lenger tid og det er vanskeligere å få frem slike opplysninger”, Skatt Øst*

I kapittel 8 fremhevet vi forskjellene mellom registreringskrav for ulike selskapsformer, både i Norge og på Kanaløyene. Vi konkluderte med at Kanaløyene i størst grad kan sies å tilrettelegge for skjulte eierforhold i PE-bransjen, på bakgrunn av jurisdiksjonenes fritak fra offentlig registrering av limited partners. I dybdeintervjuene fremkommer flere synspunkter på problematikken rundt skatteparadis og hemmelighold. For det første mener flere intervjupersoner at bruken av skatteparadis er misoppfattet. En advokat påpeker at *”kritikken som rettes mot skatteparadisene er grådig unyansert, og det er ikke skatten som er problemet, det er hemmeligholdet”*. Videre mener samtlige intervjupersoner at PE-bransjen ikke er i en posisjon til å misbruke dette hemmeligholdet. Det fremheves at investorene er institusjonelle, eksempelvis banker og pensjonsfond, ikke at slike institusjoner ikke kan risikere å bli forbundet med skatteunndragelser og annet misbruk. Dermed styres PE-bransjen i stor grad av selvregulering: *”Vi har forpliktet oss ovenfor investorene til å ikke gjøre skatteunndragelser eller andre ulovlige disposisjoner. Det skal være veldig ryddig”* påpeker HitecVision.

### 9.8.1 Hemmelighold på Kanaløyene

Konfrontert med Kanaløyenes generelle sekretessenivå påpeker flere PE-aktører at hvitvaskings- og ”kjenn-din-kunde”-kontrollene (KYC) på Kanaløyene er svært omfattende.

---

*”Rutinene for å sjekke investorene er ekstremt strenge på Jersey, så vidt jeg vet vesentlig strengere enn i Norge”, mener Herkules. Herkules utdyper videre at det er:*

*”flere investorer som faller i fra, blant annet norske, fordi det er så store krav til å bevise at det ikke er hvitvaskede penger at de ikke orker å jobbe seg gjennom den kompliserte papirmengden.”*

Samtlige intervjupersoner, både PE-aktørene, advokatene og Skatt Øst, oppfatter hvitvaskings- og KYC-kontrollene på Kanaløyene som uanfektete av sekretessenivået. Skatt Øst fastslår at *”skatteparadisene må forholde seg til hvitvaskingsreglement, ellers blir de svartelistet”*. Til tross for at eierforhold ikke skal registreres og offentliggjøres på Kanaløyene, må fondene selv vite hvem investorene er, og hvor de er hjemmehørende. FSN forklarer at de må oppbevare kopi av investorenes pass, i tillegg til kopi av strømgjeldninger som bevis på investorenes bosted. *”Hos oss vet alle hvem som sitter bakerst på ”pengesekken” [...] det fremgår av alle dokumenter”*, konstaterer også Northzone. NVCA påpeker at dersom bakenforliggende investor ikke kan identifiseres, vil vedkommende investor ikke få adgang til å investere i et PE-fond.

Flere PE-aktører påpeker at de ikke ønsker å skjule investorenes identitet, og at mange av investorene offentlig er åpne om sine investeringer i norske PE-fond, for eksempel via PE-fondenes eller egne nettsider. Det statseide norske fond-i-fondet Argentum publiserer eksempelvis sine investeringer på egne nettsider. Noen investorer ønsker derimot ikke å gjøre sine investeringer offentlig kjent. FSN mener dette handler om at enkelte investorer ikke ønsker å kunne kobles til eventuell negativ publisitet tilknyttet PE-fondet eller et porteføljeselskapene: *”De har investert med 200 forskjellige managers, og sannsynligheten for at det er problemer i noen av de porteføljene er der til en hver tid [...] de vil at forvalteren skal ordne alt”*. Norske investorer har uansett plikt til å rapportere sine PE-investeringer til norske skattemyndigheter. *”Investorene har opplysningsplikt etter likningsloven, så de skal gi de opplysningene vi trenger [...] og det gjør de stort sett”*, bekrefter Skatt Øst.

Flere av intervjupersonene mener finansindustrien på Kanaløyene tidligere var mer lukket, men at det i senere tid har blitt åpnet opp for innsyn, blant annet gjennom informasjonsutvekslingsavtaler. Ettersom finansbransjen står for en vesentlig del av Kanaløyene økonomi, er det flere intervjupersoner som mener Kanaløyene må rette seg etter

---

internasjonale forventninger og krav til åpenhet. *”Finansnæringen er den viktigste for Jersey, så de har alt å tjene på å spille kortene sine riktig”*, hevder FSN.

### 9.8.2 Hemmelighold i Norge

Av selskapsformene vurdert i denne avhandlingen er IS og limited partnerships de selskapsformene som ligner mest. Norge har derimot ikke samme sekretessenivå som Kanaløyene, og dersom PE-aktørene hadde søkt å *unngå* jurisdiksjoner med høy grad av sekreterie, kunne dette isolert sett ha gitt IS og Norge en konkurransefordel.

I dybdeintervjuene fremkommer det imidlertid synspunkter på at IS-formen også kan knyttes til hemmelighold, og flere intervjupersoner er derfor skeptiske til denne selskapsformen. *”Vi kunne sikkert brukt IS [...] men jeg synes ikke det hadde vært noen god selskapsform. Det er en lukket selskapsform. Vi ønsker at det skal være åpenhet rundt dette”*, sier Herkules. Som vist i kapittel 8 kan ikke IS-formen formelt sett sies å være mer lukket enn limited partnerships, dette inntrykket kan dog stamme fra negativ publisitet tilknyttet IS-formen. *”Det er klart at IS har en skattemessig «badwill» knyttet til seg, etter alle disse sakene om skatt på indre selskaper, som gjør at det kan være en betraktning”*, påpeker en advokat. Det påpekes at en IS-andel teoretisk sett kan unnlates på selvangivelsen, men at det da vil være et tidsspørsmål før det blir oppdaget av skattemyndighetene. *”Du kan ikke skjule deg bak sekreterie hvis du får et spørsmål”*, hevder en advokat. Andre intervjupersoner har ikke vurdert norske selskapsformer ved etableringen av PE-fond, og dermed heller ikke selskapsformenes renommé.

### 9.8.3 Kanaløyene – et skatteparadis?

Enkelte PE-aktører oppfatter ikke Kanaløyene som et skatteparadis. HitecVision uttaler blant annet følgende: *”Men er det skatteparadis? Guernsey og Jersey? [...] Jeg ser heller for meg at det er mer Cayman Island eller Bermuda”*. På spørsmål om EQT oppfatter Kanaløyene som skatteparadis kommenteres det: *”Nei, det tror jeg ikke. Men jeg tror det er en public perception”*. Det virker altså som om at PE-aktørene selv ikke betrakter Kanaløyene som skatteparadis, noe som gjør at de vanskelig kan ha vurdert problematikken tilknyttet skatteparadisers hemmelighold og skjulte eierstrukturer.

#### 9.8.4 Problematiske aspekter ved hemmelighold

De fleste intervjupersonene har vansker med å fremheve problematiske sider ved norske PE-fonds tilstedeværelse på Kanaløyene. Skatt Øst påpeker derimot at informasjonsflyten på Kanaløyene er problematisk: *”Hvis du noen gang har prøvd å finne et realisasjonsvederlag for et porteføljeselskap som er solgt fra et PE-selskap til et annet, da skal du være flink. Det er vanskelig”*. I tillegg fremhever Skatt Øst at PE-selskapene generelt sett er veldig lukkede. *”De gir ut akkurat det (informasjonen) de har lyst til, og ikke noe mer”*. Samtidig påpeker Skatt Øst at den norske PE-bransjen er veldig ryddig, og at de mottar den informasjonen de har krav på. Herkules deler denne oppfatningen og presiserer at de *”ikke har noe å skjule, og det har ikke vært noe problem overfor skattemyndighetene at vi er på Jersey, da vi rapporter under NOKUS-reglene og beskattes under norske skattelover.”*

En advokat mener imidlertid at det vil være lettere å gjennomføre hemmelighold på Kanaløyene. *”Det er ikke like enkelt hvis du har en IS-andel og en tilhørende bankkonto i Norge. Hvis det kommer en utbetaling, så kommer det en utbetaling til en nordmann”*, konstaterer vedkommende. De fleste intervjupersonene mener hemmelighold og skjule bankkonti tilhører fortiden. PE-aktørene er avhengig av investorenes tillit for å kunne reise kapital, og flere PE-aktører påpeker at de dermed har nulltoleranse for innblanding i skatteunndragelser eller andre skandaler. *”Gjør du det bra i PE kommer du til å tjene godt. Det er ikke vits å prøve å ta noen «shortcuts» da”*, poengterer FSN.

#### 9.8.5 Delkonklusjon

Det kan reises spørsmål ved om PE-aktørene selv oppfatter Kanaløyene som skatteparadiser og dermed er klar over hvilke problemer tilstedeværelse i skatteparadiser kan medføre. Generelt synes imidlertid ikke hemmelighold å være et attraktivt attributt ved en fondsjurisdiksjon. Til tross for at noen investorer ønsker å være anonyme ovenfor offentligheten, må øvrige investorer og PE-aktørene selv vite hvem alle investorene er, og eierforholdene må gjennom grundige kontroller. Disse prosedyrene må gjennomføres uavhengig av om fondet er lokalisert på Kanaløyene eller i Norge, og i så måte synes ikke et ønske om hemmelighold å være *drivende* for valg av fondsjurisdiksjon.

## 9.9 Omdømme

*”Problemet er jo at pressen gjerne skal ha en story på alt [...] En kjedelig fremstilling av sannheten selger ikke avisen”, Herkules*

I kapittel 8 valgte vi å inkludere omdømme som et potensielt hensyn ved valg av fondsjurisdiksjon. Samtlige PE-aktører sier de er opptatt av bransjens og eget omdømme, men de fleste synes ikke å i stor grad vektlegge omdømme ved valg av fondsjurisdiksjon. Alle intervjupersonene opplever at pressedekningen rundt fondslokaliseringene på Kanaløyene er unyansert, og påpeker at medias fremstilling ikke er overensstemmende med investorenes oppfatninger og preferanser.

### 9.9.1 Assosiasjoner til Kanaløyene

I media er koblinger og assosiasjoner til Kanaløyene som regel negativt ladet. *”Problemet med Kanaløyene er ”badwillen” som de er assosiert med, rundt hemmelighold og skatteunndragelser”*, påpeker en advokat. I den grad PE-bransjen er opptatt av hvordan den oppfattes av det brede publikum, må derfor Kanaløyene sies å ha en konkurranseulempe. *”Jeg tror omdømmehensyn, om noe så er det et hensyn som ikke favoriserer Kanaløyene, men man gjør det (lokaliserer fondene på Kanaløyene) likevel”*, påpeker en annen advokat. Advokaten fremhever at når rådgivningsmiljøene velger Kanaløyene, til tross for omdømmeimplikasjonene, betyr det at andre hensyn veier tyngre. Det antydes også av førstnevnte advokat at fondslokalisering på Kanaløyene, og tilhørende omdømmeimplikasjoner, ikke anses som problematisk for potensielle investorer: *”hvis du får like mye investorer på tross av ”badwillen”, så er kanskje ikke følgene er så store.”*

### 9.9.2 Omdømmeimplikasjoner i private equity

Samtlige intervjupersoner mener PE-fondenes tilstedeværelse på Kanaløyene er uproblematisk for investorene. Kapitalen i PE-fond kommitteres stort sett av institusjonelle investorer, blant annet pensjonskasser og forsikringsselskaper. Fordi slike institusjoner er opptatte av å fremstå som ”skikkelige” ovenfor egne investorer, fremheves det at PE-bransjen i stor grad er underlagt krav og forventinger fra investorene selv. Dermed omtales PE-bransjen i flere sammenhenger som en selvregulert bransje. Da PE-fondenes investorer er av profesjonelt kaliber må det i tillegg antas at disse har inngående kunnskap om PE-bransjens forretningsmodell og hva det innebærer å være lokalisert på Kanaløyene.

Investorer som hadde ment at tilstedeværelse på Kanaløyene ville skadet eget omdømme, ville trolig ikke investert i norske PE-fond lokalisert der. *”Tilstedeværelse på Kanaløyene er ikke negativt i forhold til å hente inn kapital, snarere tvert i mot er det kjente jurisdiksjoner for internasjonale institusjonelle private equity-investorer”*, konstaterer HitecVision.

Flere intervjupersoner påpeker imidlertid at omdømme er av betydning for øvrige interessenter. Herkules fremhever at omdømme er viktig for å *”kunne tiltrekke seg dyktige medarbeidere og samarbeidspartnere”*. PE-aktørene jobber ofte tett opp mot ledelsen i porteføljeselskapene, og kan gjøre store endringer i bedriftene etter oppkjøp. I så måte kan et godt omdømme virke tillitsskapende og betryggende ovenfor porteføljeselskapenes ansatte. HitecVision fremhever betydningen av et godt omdømme ovenfor entreprenørene, for at disse skal ønske et samarbeid. En advokat mener imidlertid det *”ligger et lite forklaringsproblem ovenfor investeringsobjektene”* når fondene er lokalisert for Kanaløyene. Flere PE-aktører påpeker at åpenheten i bransjen ikke har vært tilstrekkelig, og at PE-bransjen selv må ta på seg en del av skylden for de misoppfatninger som foreligger hva gjelder fondslokaliseringer på Kanaløyene. Herkules forklarer at de ofte inviterer pressen og politikere for å fortelle hva de driver med og for å øke forståelsen av PE. *”Med et dårlig omdømme risikerer bransjen i tillegg at myndighetene strammer til regelverket og gjør det vanskeligere å operere for alle”*, supplerer Herkules.

### **9.9.3 Endinger i bransjen - omdømmedrevet?**

Som tidligere omtalt i analysen har PE-aktørene EQT og Altor valgt jurisdiksjoner utenfor Kanaløyene for sine nyeste fondsetableringer. Dette valget strider med flere av uttalelsene fra norske PE-aktører, tidligere avdekket i denne analysen. Blant annet strider EQT og Altors valg med oppfatningen av limited partnerships på Kanaløyene som bransjestandard, og som eneste jurisdiksjoner med tilfredsstillende forutsigbarhet og stabilitet. Valget strider også med norske PE-aktørers oppfatning av utenlandske investorers rigide preferanse for Kanaløyene. Valget setter dermed spørsmålstegn ved aktualiteten og troverdigheten til tidligere diskusjoner.

EQT forklarer at beslutningen om å lokalisere nye fond utenfor Kanaløyene fulgte av flere strategi- og posisjoneringdiskusjoner, og et behov for å fremstå som mer åpne ovenfor omgivelsene. EQT påpeker at selskapet gjennom denne strategien prøver å tilfredsstille *”det fremtidige markedet”*, et marked som forventer mer åpenhet fra PE-bransjen. *”Kundene våre*

---

er egentlig [...] masse pensjonister i USA, i Asia, Europa og hvor som helst”, og EQT mener at disse over tid ”ønsker å vite at det (den faktiske forvaltningen) skjer på en transparent, åpen og forsvarlig måte”. EQT påpeker at markedet foreløpig ikke stiller slike krav, og at de skulle ønske investorene la et større press på forvalterne. FSN fremhever også at ”hvis investorene våre begynner å presse frem at: «Jersey er ikke en jurisdiksjon vi vil investere på», så flytter vi oss med en gang”.

For EQT innebærer de nye fondsetableringene noen merkostnader, eller tap av kostnadssynergier, som diskutert under delkapittelet ”Kostnader”. EQT må opprettholde etablerte strukturer på Kanaløyene, i tillegg til nyetablerte strukturer i andre jurisdiksjoner, inntil fondene etablert før 2012 avvikles. Dermed mister EQT muligheten til å samle fondsadministrasjonen på Kanaløyene, noe flere norske PE-aktører fremhever som en fordel. EQT påpeker imidlertid at deres fondsadministrator på Kanaløyene har opprettet en filial i Amsterdam, slik at de fremdeles benytter samme tjenesteleverandør. I den grad jurisdiksjonsskiftet medfører kortsiktige merkostnader for EQT, påpeker selskapet at disse kostnadene veies mot det mer langsiktige positive omdømmeskiftet. EQT ser på nyetableringene som reelle investeringer, som vil bidra til ”å bygge de langsiktige verdiene i firmaet”.

I kapittel 5 avkreftet vi at PE-fondene oppnår skattemessige besparelser, utover de som følger av skattetransparens, gjennom lokaliseringen på Kanaløyene. Tidligere i analysen har vi også fremhevet betydningen av at investorene i PE-bransjen i all hovedsak er institusjonelle; investorer som ikke kan risikere å bli innblandet i skatteunndragelser eller annet misbruk som forbindes med skatteparadis. I så måte virker det usannsynlig at det foreligger særlige forskjeller mellom fondsetableringer på Kanaløyene og i eksempelvis Nederland, som EQT har valgt for det ene av sine nyeste fond. På spørsmål om hvilke forskjeller det vil medføre å lokalisere et fond i Nederland, sammenliknet med på Kanaløyene, forklarer EQT at forskjellen er ”liten”. De positive omdømmeimplikasjonene bygger hovedsakelig på en generell oppfatning av at valget medfører betydelige endringer. ”Det går [...] veldig mye på persepsjon siden realiteten egentlig ikke er så veldig forskjellig”, påpeker EQT.

På bakgrunn av tidligere diskusjoner i denne analysen synes PE-bransjen å velge Kanaløyene som fondsjurisdiksjoner på bakgrunn av en oppfatning av investorenes preferanser. Fordi spesielt BO-segmentet er så avhengig av kapital fra store utenlandske investorer, har ikke de

norske PE-aktørene tatt sjansen på å utfordre deres preferanser. Det har heller ikke vært insentiver til å gjøre det. Etter det globalt økende fokuset på skatteparadis og skatteunndragelser har det derimot oppstått en omdømmegevinst som kan oppnås ved å gjøre valg som signaliserer åpenhet. Selv om denne omdømmegevinsten, etter PE-aktørenes mening, bygger på generelle misoppfatninger av PE-bransjens forretningsmodell og organisering, har aktører som EQT kunnet utnytte dette i sin favør. *”Det går på en persepsjon om at du er i et skatteparadis hvis du har en Guernsey-struktur, og at du er der for å unndra et eller annet”*, hevder EQT.

EQT viser at det er fullt mulig å velge alternative fondsjurisdiksjoner, og EQT har ikke hatt noen problemer med å reise kapital til sine nyetableringer. Det påpekes likevel at mindre fond, og fond uten samme historikk som EQT, ikke nødvendigvis er i samme posisjon til å utfordre investorenes preferanser. I så tilfelle vil fondslokalisering utenfor Kanaløyene kunne innebære en større risiko for at investorene heller velger fond lokalisert på Kanaløyene.

Som flere andre PE-aktører mener også EQT at det delvis er PE-bransjens egen feil at den fremstår som lukket, og at det dermed har oppstått generell mistanke til fondsetableringene på Kanaløyene. EQT mener det er behov for å vise mer åpenhet og at deres nye fondsetableringer først og fremst er et signal om dette.

Fokuset på PE-aktørenes tilstedeværelse på Kanaløyene tar også oppmerksomheten bort fra det PE-bransjen selv vil assosieres med; virksomhetsutvikling, sysselsetting og verdiskaping. Omdømme kan dermed sies å ha vært en driver for enkelte aktørers valg av fondsjurisdiksjon, og det er kanskje bare et tidsspørsmål før flere aktører følger etter.

#### **9.9.4 Delkonklusjon**

Når det gjelder omdømme oppfatter vi at det finnes to relativt distinkte meningsretninger blant intervjupersonene. De fleste PE-aktørene mener valget av Kanaløyene som fondsjurisdiksjon ikke påvirker evnen til å reise kapital til PE-fond. Fondsetableringer på Kanaløyene synes dermed ikke å belaste rådgivingselskapets omdømme sett fra et investorperspektiv. Dersom investorene likevel skulle oppfatte fondslokalisering på Kanaløyene som problematisk, virker det ikke å gi negativt utslag på kapitalreisningen. Følgelig har ikke PE-selskapene omdømmerelaterte insentiver til å lokalisere fondene sine utenfor Kanaløyene. Flere PE-aktører mener media innehar et feilaktig og unyansert bilde av

---

bakgrunnen for PE-fondenes tilstedeværelse på Kanaløyene, og at dette fører til at ”folk flest” stigmatiserer PE-bransjen og fondslokaliseringer.

EQT synes derimot å oppfatte ”folk flest” som de faktiske investorene i PE-fondene. Selv om PE-fond i stor grad er selvregulerte fordi førsteordens investorer er institusjonelle, er majoriteten av pengene som plasseres i fondene tilhørende personlige skatteyttere, gjennom eksempelvis pensjonsfond. EQT virker å tro at disse annenordens investorene er opptatt av hvordan fondets, og dermed deres egne, midler forvaltes. EQT mener som sådan at omdømme vil være av større betydning for disse investorene i fremtiden, og at det derfor er hensiktsmessig å posisjonere seg for å ivareta et godt omdømme. En slik oppfatning synes å ha grobunn i at EQT mener tilstedeværelse på Kanaløyene er, eller vil komme til å bli, belastende for rådgivingselskapets omdømme. Også Altor<sup>188</sup> mener lokalisering av fond utenfor Kanaløyene er et steg på veien mot et bedret omdømme.

Oppsummert synes omdømme å være en viktig driver for valg av fondsjurisdiksjon, men kun i den grad et belastet omdømme medfører redusert kapitaltilgang for PE-fondene. EQT synes å ha tanker om at dette kan bli tilfellet i fremtiden. De norske rådgivningsmiljøene virker imidlertid ikke å bære preg av omdømmeimplikasjoner per i dag, og de gjør heller ikke tilsvarende vurderinger som EQT. I så måte virker *ikke* omdømme å drive lokaliseringen av norske PE-fond.

## 9.10 Konklusjon intervjuanalyse

I kapittel 8 fremkom det at 5 av 9 hensyn pekte i retning av å lokalisere norske PE-fond på Kanaløyene. Disse hensynene var stabilitet og tillit, reell etablering, tjenestetilbud, merverdiavgift og hemmelighold. Bare 2 av 9 hensyn pekte i retning av å lokalisere norske PE-fond i Norge. Disse hensynene var omdømme og kostnader. De to resterende hensynene skattetransparens og kapitaleffektivitet, ble ansett for å være hygienefaktorer ved valg av selskapsstruktur for fondet, heller enn drivere ved valg av fondsjurisdiksjon. Totalvurderingen som ble gjort i kapittel 8 var at Kanaløyene i størst grad har tilrettelagte forhold for lokalisering av norske PE-fond. Denne vurderingen ble imidlertid problematisert av behovet for å 1) bekrefte/avkrefte om hensynene er reelle drivere for valg av

---

<sup>188</sup> Personlig kommunikasjon med Tor Krussel, informasjonssjef i Altor, 30. november 2014

fondsjurisdiksjon og 2) danne et inntrykk av hvordan slike drivere vektlegges av PE-aktørene selv.

Oppsummert synes PE-aktørene å være enige med at skattetransparens og kapitaleffektivitet er viktige kriterier ved etableringen av PE-fond, men ikke drivende for valg mellom Kanaløyene og Norge som fondsjurisdiksjon. I stedet kan disse hensynene omtales som hygiene faktorer, der skattetransparens virker å være viktigere enn kapitaleffektivitet. Videre ble hensynene reell etablering, tjenestetilbud, kostnader, merverdiavgift og hemmelighold lite vektlagt som reelle drivere for valg av fondsjurisdiksjon. Til tross for klare forskjeller mellom synspunktene til norske og svenske rådgivningsmiljøer, synes heller ikke omdømme å drive valget mellom Norge og Kanaløyene for norske PE-fond. Stabilitet og tillit fremstår helt klart som drivende for norske PE-aktørers valg av Kanaløyene som fondsjurisdiksjon. Stabilitetskriteriet knyttes også til mange av de andre gjennomgåtte hensynene, blant annet til skattetransparens, merverdiavgift og reell etablering. Da norske PE-aktører vektlegger hensynet stabilitet og tillit aller tyngst, innebærer dette at totalvurderingen fra kapittel 8 består. Videre er det interessant at mange av hensynene som i kapittel 8 talte for lokalisering på Kanaløyene, ikke ilegges betydelig vekt av PE-aktørene. Dette er interessant i lys av hvilke endringer som bør iverksettes for at norske fond skal kunne lokaliseres i Norge. Dersom det kan gjøres tiltak som bedrer stabilitetsoppfatningen av Norge, ville det dermed være større sannsynlighet for at norske PE-fond i fremtiden lokaliseres i Norge.

---

## 10. Overordnet oppsummering og konklusjon

### 10.1 Avhandlingens overordnede oppsummering

Denne avhandlingen har fokusert på å besvare problemstillingen:

*”Hvorfor lokaliseres norske private equity-fond på Kanaløyene?”*

På bakgrunn av analysen, og avhandlingen som helhet, fremkommer følgende sentrale momenter:

For det første synes valget av Kanaløyene som fondsjurisdiksjon, og vekten som ilegges ulike drivere bak valget, i stor grad å være investordrevet. Hvorfor norske PE-fond lokaliseres på Kanaløyene er følgelig delvis et spørsmål om hvorfor PE-investorer foretrekker Kanaløyene. Investorsiden er ikke representert i denne avhandlingens utvalg, men i siste instans er det rådgivingselskapene *selv* som velger fondsjurisdiksjon, og følgelig er det i stor grad deres *oppfatning* av investorenes preferanser som driver valget. Bakgrunnen for at investorenes preferanser ilegges så mye vekt av PE-bransjen, synes å være behovet for å reise tilstrekkelig kapital til fondene. Særlig BO-segmentet er avhengig av kapital fra store institusjonelle investorer, deriblant utenlandske.

Et annet viktig moment som belyses i denne avhandlingen er karakteristika ved typiske PE-investorer. Majoriteten av de norske PE-fondenes investorer summer seg til private og offentlige pensjonsfond, banker, universitetsstiftelser og forsikringsselskaper. Disse institusjonene kan være både utenlandske og norske. Vekten rådgivingselskapene ilegges mange av driverne synes å være influert av slike investorers krav og forventninger. Denne typen investorer later til å ha nulltoleranse for skatteunndragelser og/eller annet misbruk som forbindes med skatteparadiser. Driveren *hemmelighold* synes dermed kun å ilegges vekt i den grad den tillater enkelte investorer anonymitet. For private investorer kan det likevel tenkes at Kanaløyenes sekretessenivå gir anledning til å skjule midler. Ettersom *majoriteten* av PE-fondenes investorer er institusjonelle, virker det imidlertid lite sannsynlig at Kanaløyene velges av sekretessehensyn, basert på innflytelse fra noen få private investorer.

Videre er muligheten til å utnytte Kanaløyenes sekretesse begrenset gjennom den struktur som der benyttes. Limited partnership-strukturen er *skattetransparent*. Følgelig vil enkelte karakteristika ved Kanaløyene, blant annet lavskattesatser og sekretessenivå, ha liten

innvirkning på kapitalstrømmer som uansett flyter direkte til selskapsinvestorenes hjemland. Dersom selskapsinvestorene oppretter holdingstrukturer eller lignende, med det formål å unngå beskatning i landet de er hjemmehørende, kan ovennevnte karakteristika ved Kanaløyene likevel gjøre seg gjeldende. Vi opplever det imidlertid som mindre sannsynlig at pensjonsfond og universitetsstiftelser oppretter skadelige strukturer på Kanaløyene, med tanke på de negative omdømmeimplikasjonene dette kan medføre. For private investorer kan dette likevel være tilfelle, og disse vil i større grad kunne utnytte Kanaløyenes sekretessenivå til hemmelighold.

Ettersom limited partnerships er skattetransparente forekommer det ingen beskatning på fondsnivå. Skattetransparens kan også oppnås i Norge ved bruk av KS eller IS. Et ønske om å minimere fondets skattebyrde kan derfor ikke sies å drive valget av fondsjurisdiksjon mot Kanaløyene. I avhandlingen fremkommer det at fondet potensielt kunne oppnådd *kostnadsmessige* besparelser dersom fondet ble lokalisert i Norge, fremfor på Kanaløyene. Disse besparelsene betyr imidlertid lite dersom fondet ikke får reist tilstrekkelig kapital, som følge av at fondet lokaliseres i Norge.

Et femte moment som fremkommer i denne avhandlingen er mangelen på tilbud av fondstjenester i Norge. Fraværet av et slikt tilbud synes å ha sammenheng med at store PE-fond, som krever fondsadministrasjon av et visst kaliber, flyttes ut av Norge. Dette henger igjen sammen med de forhold som virker hindrende for fondslokalisering i Norge, hvorav mangelen på stabilitet og tillit fremkommer som det mest prekære. Det fremkommer også at Norge anses for å ha ressurser og kompetanse til å opprette en fondstjenesteindustri, men at dette betyr lite for valg av jurisdiksjon hvis behovet for stabilitet ikke tilfredsstilles.

For mange PE-investorer er det fordelaktig at PE-fond er organisert med kjente eller mest mulig like strukturer. Dette begrenser merarbeid og merkostnader forbundet med å utforske andre strukturer og jurisdiksjoner. Ettersom Kanaløyene synes å være en bransjestandard, og fordi investorene synes å preferere disse jurisdiksjonene, virker det investordrevet at norske PE-fond lokaliseres på Kanaløyene. Hvorfor Kanaløyene har blitt en bransjestandard er følgelig et spørsmål som reiser seg, og det kan godt tenktes at det historiske utgangspunktet var et ønske om skattetilpasninger og utnyttelse av sekretesse. Som diskutert over virker dette imidlertid ikke å være tilfellet for dagens PE-bransje. Det kan følgelig diskuteres hvorfor ikke bransjestandarden brytes opp. De norske PE-aktørene synes per i dag ikke villige til å ta sjansen på å utfordre investorenes preferanser, og lokalisere fond i Norge

---

fremfor på Kanaløyene. De virker heller ikke å ha insentiver til å gjøre det, ettersom investorene, heller ikke offentlige pensjonsfond, problematiserer fondenes lokalisering på Kanaløyene.

Som følge av globalt økende fokus på skatteparadiser og skatteunndragelser har det imidlertid oppstått muligheter til å oppnå omdømmegevinster ved å gjøre valg som signaliserer åpenhet. Selv om slike omdømmegevinster, etter PE-aktørenes mening, bygger på generelle misoppfatninger av PE-bransjens forretningsmodell og organisering, har aktører som EQT og Altor kunnet utnytte dette i sin favør. EQT og Altors nyeste valg av fondsjurisdiksjon strider med oppfatningen av limited partnerships på Kanaløyene som bransjestandard, og som eneste jurisdiksjoner med tilfredsstillende forutsigbarhet og stabilitet. Valget strider også med norske PE-aktørers oppfatning av utenlandske investorers rigide preferanse for Kanaløyene. Det virker imidlertid ikke å være reelle strukturelle forskjeller mellom fondsetableringer på Kanaløyene og i eksempelvis Nederland, noe EQT og Skatt Øst bekrefter. De positive omdømmeimplikasjonene synes som sådan hovedsakelig å bygge på en generell *oppfatning* av at fondsetableringer utenfor Kanaløyene medfører betydelige endringer.

## 10.2 Konklusjon

I denne avhandlingen fremkommer to sentrale funn:

For det første påvises det at norske PE-fonds lokalisering på Kanaløyene *ikke* kan sies å være et virkemiddel som reduserer fondenes skattebyrde, sammenlignet med lokalisering i Norge. Bruk av en deltagerlignende selskapsform medfører *skattetransparens*, som innebærer at beskatningen forekommer i de landene fondets selskapsinvestorer er hjemmehørende. Behovet for skattetransparente strukturer kan dermed *ikke* forklare hvorfor norske PE-fond etableres på Kanaløyene fremfor i Norge, ettersom deltagerlignende selskapsformer også finnes i Norge.

Det andre og mest sentrale funnet i denne avhandlingen er at *stabilitet og tillit*, slik den tolkes av PE-aktørene selv, fremstår som den sterkeste driveren for valg av fondsjurisdiksjon. Stabilitet vektlegges også ved vurdering av andre hensyn, som for eksempel skattetransparens, reell etablering og merverdiavgift. Med dette menes at ingen av

de sistnevnte hensyn enkeltstående kan anses som drivere for valg av fondsjurisdiksjon, men at usikkerhetsmomenter tilknyttet hensynene forsterker behovet for stabilitet.

Vi konkluderer med at det er en jurisdiksjons stabilitet, og investorenes tillit til denne stabiliteten, som virker avgjørende for valg av fondsjurisdiksjon for norske PE-fond. Norske private equity-fond lokaliseres på Kanaløyene hovedsakelig fordi norske rådgivningsmiljøer oppfatter, og mener at deres investorer oppfatter, disse jurisdiksjonene som mer stabile enn Norge.

### 10.3 Avhandlingens svakheter

Denne avhandlingens datagrunnlag er basert på dybdeintervjuer foretatt av forfatterne selv. Dette metodevalget innebærer noen svakheter for avhandlingen som helhet. For det første er analysens gyldighet avhengig av at PE-aktørene som er intervjuet er reelle beslutningstagere ved lokalisering av fond. Videre fordrer analysens gyldighet at intervjupersonene faktisk besitter kunnskap om ulike drivere ved valg av fondsjurisdiksjon. I flere dybdeintervjuer fremkommer det imidlertid antydninger om at PE-aktørene ikke besitter fullstendig kunnskap om alle forhold tilknyttet fondslokalisering. Bakgrunnen er at de fleste PE-selskapene engasjerer advokater til å håndtere de juridiske aspektene ved fondsetablering, og at disse avlaster PE-aktørenes behov for å besitte inngående kunnskap om skatterettslige og regulatoriske forhold. Dette er følgelig en svakhet ved avhandlingens analyse, som til en viss grad rettes opp av at også dybdeintervjuer med advokater utgjør analysens datagrunnlag.

Videre er flere av avhandlingens funn og diskusjoner preget av komplekse juridiske tema. Da forfatterne ikke har inngående kunnskap om juss, har flere av de juridiske vurderingene blitt noe stilisert, spesielt vurderingene i kapittel 5. Det er dermed rom for mer utbroderende vurderinger av skatterettslige spørsmål, spesielt der antagelser om mandat og utdelinger ble lagt til grunn.

Vi har valgt å ikke inkludere det nye AIFM-direktivet<sup>189</sup>, verken som et potensielt hensyn, eller driver, ved valg av fondsjurisdiksjon. Bakgrunnen for dette er at dybdeintervjuene med samtlige fagpersoner ikke antydte at AIFMD påvirker valg av fondsjurisdiksjon. Denne antydningen ble videre testet i dybdeintervjuene med PE-aktørene, og da disse bekreftet

---

<sup>189</sup> Et direktiv som i utgangspunktet regulerer alle forvaltere av alternative investeringsfond. For mer informasjon, se (Regjeringen, 2009) og lov om forvaltning av alternative investeringsfond (AIF-loven)

direktivets foreløpig uante konsekvenser, valgte vi å utelukke omtale av direktivet i avhandlingen. Det kan likevel tenkes at AIFM-direktivet vil få konsekvenser som påvirker valg av fondsjurisdiksjon, og vi oppfordrer dermed til videre forskning på emnet.

Som nevnt i avsnitt 7.3.2 har avhandlingens utvalg begrenset representativitet. Blant annet kan driverne for valg av fondsjurisdiksjon avdekket i denne avhandlingen skille seg fra viktige drivere for andre typer PE-fond, eksempelvis mindre fond eller fond med utelukkende nasjonal investorbasis. Variasjoner i drivere for valg av fondsjurisdiksjon avhengig av fondstype kan dermed være en interessant problemstilling ved ytterligere forskning innenfor samme tematikk. Videre vil vi fremheve at avhandlingens utvalg ikke omfatter investor-siden av den norske PE-bransjen. Dette ser vi som en svakhet fordi flere av diskusjonene i analysen omhandler PE-investorenes preferanser, og PE-aktørens *oppfatninger* av disse. Igjen påpeker vi behovet for ytterligere forskning på PE-bransjen og samspillet mellom de ulike interessentene.

## 11. Vedlegg

### 11.1 Semi-strukturert intervjuguide

#### *Tema 1: Bakgrunnsinformasjon*

- Navn på PE-selskap
- Hvor mange fond forvaltes av selskapet?
- Hvor mye kapital er kommitert?
- Har investorene minstepregningskrav i fondet?
- Hvilket geografisk fokus har fondene?
- Hvilket industriell fokus har fondene?
- Hvilken fase (BO, VC, Seed) opererer fondene innenfor?

#### *Tema 2: Fondenes struktur*

- Hvor er fondene lokalisert?
- Hvor er fondenes porteføljeselskaper?
- Hvor er investorene hjemmehørende?
- Hvilken selskapsform har fondene (Limited Partnership, AS, KS, IS)?
- Hvem er general partners (management, ansatte, andre)?
- Hvem er investorene (LPs)?
- Hvordan er kapitalflyten fra porteføljeselskapene til investorene? Finnes det mellomliggende holdingselskaper? Er GP et Limited Partnership?
- Hva er GPs andel av kapital kommitert i fondet?

#### *Tema 3: Forvaltningsmandat og drift*

- Har fondet et forvaltningsmandat?
- Hva inngår i dette mandatet?
- Hvor stort er management fee (forvaltningshonoraret), og hvordan organiseres dette?
- Hvordan distribueres fondenes overskudd?
  - Ved løpende realiseringer?
  - Waterfall – gjennomgang av utdelingsregler m/carry
- Hvem tar fondets investeringsbeslutninger?
- Hvem rådgir?

- 
- Hvem bestemmer hvor fondene skal lokaliseres?

#### ***Tema 4: Media***

- Hvordan stiller aktøren seg til hvordan PE-bransjen fremstilles i media?
- Hvorfor tror aktøren media fremstiller PE-bransjen på denne måten?
- Er en slik fremstilling et problem for rådgivningsmiljøet?
- Har dere valgt å liste fondsjurisdiksjoner på selskapets nettside?
  - Hvorfor/hvorfor ikke?

#### ***Tema 5: Skattemessige hensyn***

- Hvordan forekommer beskatning? På henholdsvis porteføljenivå, fondsnivå, investornivå, rådgivingselskapets nivå, personlig nivå?
- Har skattemessige hensyn påvirket fondenes lokalisering? Hvis nei, hvorfor ikke? Hvis ja, hvilke?
- Hvordan ville du forklart samfunnet/media fravær/tilstedeværelse av skattemessige hensyn ved fondslokalisering?
- Kunne man oppnådd en mindre skattebyrde ved å lokalisere fondene et annet sted enn Kanaløyene?

#### ***Tema 6: Skatteparadiser og hemmelighold***

- Anser aktøren Kanaløyene som skatteparadiser? Hvorfor/hvorfor ikke?
- Hva anser aktøren som problematiske aspekter ved fondslokalisering i skatteparadiser, som Kanaløyene?
- Hvilke konsekvenser har Kanaløyenes sekretessenivå for lokaliseringen av PE-fond?
- I hvor stor grad kan PE-selskapet sikre seg mot misbruk av skatteparadisstrukturer?
- Hvilke formeninger har aktøren om skattemotiverte strukturer avdekket i den svenske PE-bransjen?
- Hvordan forholder investorene seg til Kanaløyenes klassifisering som skatteparadisjurisdiksjoner? Hvilke følger har dette for selskapets evne til å reise kapital?

### ***Tema 7: Viktige hensyn ved lokalisering av fond***

- Hva er fondenes overordnede mål?
- Hvilken rolle har fondslokalisering for måloppnåelse?
- Hva er det viktigste hensynet ved valg av fondsjurisdiksjon?

**Gjennom eksisterende litteratur har vi avdekket noen hensyn vi tror kan være viktige ved valg av fondsjurisdiksjon.**

- Hvordan vurderer aktørene disse?
  - I hvor stor grad er hensynene reelle drivere for valg av fondsjurisdiksjon?
1. Skattetransparens
  2. Unngå reell etablering for internasjonale investorer
  3. Kapitaleffektivitet
  4. Stabilitet og tillit
  5. Tjenestetilbud (fondstjenester) i fondsjurisdiksjonen
    - Hvilke tjenester er det viktig at en optimal fondsjurisdiksjon kan tilby fondet?
    - Finnes det nødvendige tjenester som kun tilbys i visse jurisdiksjoner
  6. Omdømme
  7. Andre hensyn? Kostnader? Hemmelighold? Moms?

### ***Tema 8: Oppfølgingsspørsmål til hensynene avdekket over***

- Hvilke av disse hensynene mener du Norge ikke tilfredsstillter?
- Hvilke av disse hensynene mener du Kanaløyene tilfredsstillter?
- Hvilke av disse hensynene mener du Kanaløyene i større grad tilfredsstillter enn Norge?
- Hvilke av de ovennevnte hensynene tilfredsstillter Kanaløyene på bedre måte enn andre jurisdiksjoner definert som skatteparadis, for eksempel London og Luxembourg?
- Hvilke av de ovennevnte hensynene veier aller tyngst ved valg av fondsjurisdiksjon?
- Kan hensynene rangeres etter grad av viktighet?
- Mange fond opprettes i andre jurisdiksjoner enn Kanaløyene, som ikke har den samme stabiliteten, hva tror du er grunnen til det?
- Hvilke fond tror du har størst fordel av å lokaliseres i skatteparadis?

- 
- Tror du det er mindre viktig for fondene med god track-record å opprette sine fond på Kanaløyene (fordi de kan tiltrekke seg internasjonale investorer uansett)?
  - Hvilke kostnader oppstår primært når man skal opprette og drifte et fond?
  - Blir noen av disse kostnadene høyere ved å lokalisere fondene på Kanaløyene?
  - Blir noen av disse kostnadene lavere ved å lokalisere fondene på Kanaløyene?
  - Hvilke fond tror du er mest skadelidende av å benytte seg av skatteparadisier?
  - Hvor tungt veier omdømme vs. kostnader?

### ***Tema 9: Norge som fondsjurisdiksjon***

- Hva må til for at dere hadde plassert fondene, som per i dag er plassert på Kanaløyene, i Norge?
- Tror du det er mulig at man på sikt opprette fond i Norge?
- Hva konkret er negativt med å opprette fond i Norge?
- Hva konkret er positivt med å opprette fond i Norge?
- Ville det vært hensiktsmessig at norske fond ble lokalisert i Norge? (kostnadmessig, mindre administrasjon?)
- Har det de siste tiårene forekommet i et skifte fra fondslokaliseringer i Norge mot Kanaløyene?
- Har det de siste årene forekommet endringer som forbedrer forholdene for fondslokalisering i Norge?
- Hva er forskjellen mellom Norge og Sverige som fondsjurisdiksjon?

### ***Tema 10: Fremtiden***

- I hvilken jurisdiksjon tror du norske PE-selskap vil lokaliseres i fremtiden?
- Hvordan tror du lokaliseringen av forvaltningsselskapene blir i fremtiden?
- Tror du at forvaltningsselskapene vil fortsette å være i Norge?
- Hvordan tror du AIFM-direktivet kommer til å påvirke norsk PE-bransje?
- Har AIFMD noen innvirkning på valg av fondsjurisdiksjon?
- Vil AIFMD påvirke lokaliseringen av rådgivingselskapet?

## 12. Litteraturliste

Aftenposten. (2011, Januar 25). *Statlig selskap investerer i skatteparadiser*. Hentet fra Aftenposten: <http://www.aftenposten.no/okonomi/innland/Statlig-selskap-investerer-i-skatteparadiser-5108241.html>  
[Hentet 17 november 2014]

Altor. (2014, Juli 3). *Altor lanserar ny fond med Sverige som hemvist*. Hentet fra Altor: <http://news.cision.com/se/altor/r/altor-lanserar-ny-fond-med-sverige-som-hemvist,c9612142>  
[Hentet 2 desember 2014]

Appelby. (2013, February). *Guide to limited partnerships in Jersey*. Hentet fra Publications: [http://www.applebyglobal.com/publication-pdf-versions/guides/guide-to-limited-partnerships-in-jersey-\(february-2013\).pdf](http://www.applebyglobal.com/publication-pdf-versions/guides/guide-to-limited-partnerships-in-jersey-(february-2013).pdf)  
[Hentet 28 november 2014]

Appelby. (2014, February). *Guide to limited partnerships in Guernsey*. Hentet fra Publications: [http://www.applebyglobal.com/publication-pdf-versions/guides/guide-to-limited-partnerships-in-guernsey-\(february-2014\).pdf](http://www.applebyglobal.com/publication-pdf-versions/guides/guide-to-limited-partnerships-in-guernsey-(february-2014).pdf)  
[Hentet 28 november 2014]

Argentum. (2014). *Årsrapport 2013 - Styrets beretning*. Hentet fra Argentum: <http://www.argentum.no/no/Arsrapporter/Arsrapport-2013/Styrets-beretning/>  
[Hentet 12 desember 2014]

Argentum. (2014). *Private equity som en aktivaklasse*. Hentet fra Argentum: <http://www.argentum.no/no/Private-equity-som-en-aktivaklasse/>  
[Hentet 30 september 2014]

Baker, K. M., & Traaseth, K. T. (2011, Januar 25). NVCAs respons på oppslag i VG og e24.no: "Statseide argentum har milliarder i skatteparadiser". Oslo.

Bance, A. (2004). *Why and How to Invest in Private Equity*. EVCA, Investor Relations Committee. Zaventem: EVCA.

BBC. (2013, Juni 15). *'Tax havens' agree to clampdown on tax avoidance and evasion*. Hentet BBC UK Politics: <http://www.bbc.com/news/uk-politics-22915954>  
[Hentet 11 november 2014]

BBC. (2013, Oktober 5). *Channel Island profile*. Hentet fra BBC News Europe: <http://www.bbc.com/news/world-europe-18175986>  
[Hentet 14 november 2014]

Bergens Tidende. (2009, Oktober 2). *Helse i skatteparadis*. Hentet fra Lederen: <http://www.bt.no/meninger/leder/Helse-i-skatteparadis-1934731.html>  
[Hentet 19 november 2014]

Blix, M. (2014, November 7). Intervju med Herkules Capital. (K. Lange, & V. Mothes, Interviewers) Oslo, Norge.

---

Bowers, S. (2012, Juni 26). *Tax crackdowns threaten Channel Islands' haven status*. Hentet fra The Guardian: <http://www.theguardian.com/uk/2012/jun/26/tax-crackdowns-threaten-channel-islands>  
[Hentet 11 november 2014]

Boye, K., & Svarva, O. (2006). Leder i tidsskriftet Praktisk økonomi & finans. *Praktisk økonomi & finans nr. 2/2006* (2).

Brudvik, A. J. (2014). *Skatterett for næringsdrivende* (37 utg. ed.). Oslo: Cappelen Damm Akademisk.

Burggraf, H. (2013, September 12). *Jersey, Guernsey, IoM revel in Cameron's 'not tax havens' comments*. Hentet fra International Adviser: <http://www.international-adviser.com/news/tax---regulation/jersey-guernsey-iom-revel-in>  
[Hentet 11 november 2014]

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2014). *Principles of Corporate Finance* (11th Edition ed.). NY, USA: McGraw-Hill/Irwin.

Council of Europe. (2014, November 17). *Committee of Experts on the Evaluation of Anti-Money Laundering Measures and the Financing of Terrorism (MONEYVAL)*. Hentet fra Council of Europe: [http://www.coe.int/t/dghl/monitoring/moneyval/default\\_en.asp](http://www.coe.int/t/dghl/monitoring/moneyval/default_en.asp)  
[Hentet 17 november 2014]

European Union. (2014, August). *MVA ved utførsel og innførsel*. Hentet fra MVA og toll: [http://europa.eu/youreurope/business/vat-customs/cross-border/index\\_no.htm](http://europa.eu/youreurope/business/vat-customs/cross-border/index_no.htm)  
[Hentet 28 november 2014]

European Commission. (2009). *Report of Expert Group on removing tax obstacles to cross-border Venture Capital Investments*. Hentet fra European Commission: [http://ec.europa.eu/taxation\\_customs/resources/documents/taxation/company\\_tax/initiatives\\_small\\_business/venture\\_capital/tax\\_obstacles\\_venture\\_capital\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/company_tax/initiatives_small_business/venture_capital/tax_obstacles_venture_capital_en.pdf)  
[Hentet 25 november 2014]

EY. (2013, Mars). *Tax Transparency - Seizing the initiative*. Hentet fra EY: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Tax\\_Transparency\\_-\\_Seizing\\_the\\_initiative/\\$FILE/EY\\_Tax\\_Transparency.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Tax_Transparency_-_Seizing_the_initiative/$FILE/EY_Tax_Transparency.pdf)  
[Hentet 6 oktober 2014]

EVCA. (2010, Juni). *Private Equity Fund Structures in Europe - An EVCA Tax and Legal Committee Special Paper*. Hentet fra EVCA: [http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/public\\_and\\_regulatory\\_affairs/doc\\_sp\\_fundstructures.pdf](http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/public_and_regulatory_affairs/doc_sp_fundstructures.pdf)  
[Hentet 6 oktober 2014]

Deloitte. (2014). *Jersey Highlights 2014*. Hentet fra International tax: <http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Tax/dttl-tax-jerseyhighlights-2014.pdf>  
[Hentet 24 november 2014]

---

Deloitte. (2013, Mai 22). *Nye utbytteregler – friere rammer og økt styreansvar*. Hentet fra Deloitte: <http://public.deloitte.no/tonsberg/2013/05/nye-utbytteregler-friere-rammer-og-okt-styreansvar/>

[Hentet 27 november 2014]

Drangsholt, D. (2011). *The determinants of where Nordic private equity funds are domiciled*. Masteravhandling, Norges Handelshøyskole, Bergen.

Fund for Peace. (2013). *The Failed States Index 2013*. Hentet fra Fund for Peace <http://ffp.statesindex.org/rankings-2013-sortable>

[Hentet 15 desember 2014]

Financial Secrecy Index. (2013, November 7). *Narrative Report on Jersey*. Hentet fra Financial Secrecy Index: <http://www.financialsecrecyindex.com/PDF/Jersey.pdf>

[Hentet 11 november 2014]

Financial Secrecy Index. (2013, November 7). *Report on Guernsey*. Hentet fra Financial Secrecy Index: <http://www.financialsecrecyindex.com/PDF/Guernsey.pdf>

[Hentet 7 november 2014]

Financial Secrecy Index. (n.d.). (Tax Justice Network) Hentet fra Jurisdictions: <http://www.financialsecrecyindex.com/jurisdictions>

[Hentet 2 november 2014]

Finansdepartementet. (2009). *19 Indre selskap mv. og innsendelse av regnskap til Regnskapsregisteret*. Hentet fra Skatte- og avgiftsopplegget 2009 - lovendringer: <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/otprp/2008-2009/otprp-nr-1-2008-2009-/19.html?id=529146>

[Hentet 28 november 2014]

Finansdepartementet. (2011, April 1). *Meld. St. 11 Evaluering av skattereformen 2006*. Hentet fra Meldinger til Stortinget:

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/stmeld/2010-2011/meld-st-11-2010--2011.html?id=637012>

[Hentet 27 oktober 2014]

Finansdepartementet. (2013-2014). *Prop. 77 L Lov om forvaltning av alternative investeringsfond*. Hentet fra Finansdepartementet:

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/prop/2013-2014/Prop-77-L-20132014.html?id=756941>

[Hentet 28 september 2014]

Finansdepartementet. (n.d.). *Skatteavtaler mellom Norge og andre stater*. Hentet fra Skatter og avgifter: [http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/skatter\\_og\\_avgifter/skatteavtaler-mellom-norge-og-andre-stat.html?regj\\_oss=1&id=417330](http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/skatter_og_avgifter/skatteavtaler-mellom-norge-og-andre-stat.html?regj_oss=1&id=417330)

[Hentet 16 oktober 2014]

- 
- Finansdepartementet. (2012). *Treprosentregelen – endringer*. Hentet fra Statsbudsjettet: <http://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2012/Statsbudsjettet-fra-A-til-A/Treprosentregelen--endringer/>  
[Hentet 3 oktober 2014]
- Fingarsen, C., & Kvalum, H. (2014, Oktober 14). Dybdeintervju med Skatt Øst. (K. Lange, & V. Mothes, Interviewers) Oslo, Norge.
- Foss, S. (2014, November 10). Dybdeintervju med Northzone Ventures. (K. Lange, & V. Mothes, Interviewers) Oslo, Norge.
- Genborg, K. (2009, September 20). *Bröder misstänks för skattefusk*. Hentet fra Göteborgs-Posten: <http://www.gp.se/ekonomi/1.149958-broder-misstanks-for-skattefusk?m=print>  
[Hentet 23 november 2014]
- Gjems-Onstad, O. (2013). *Valg av selskapsform* (Vol. 2). Oslo, Norge: Gyldendal Norsk Forlag (Juridisk).
- Gouvernement of Guernsey. (2014, March). *Guernsey Financial Services - A Strategy for the Future*. Hentet fra Guernsey Financier Services: <http://www.gov.gg/CHttpHandler.ashx?id=86940&p=0>  
[Hentet 28 november 2014]
- Gouvernement of Jersey. (2014). *Jersey facts and figures*. Hentet fra Gouvernement of Jersey: <http://www.gov.je/Leisure/Jersey/Pages/Profile.aspx>  
[Hentet 15 desember 2014]
- Gripsrud, G., Olsson, U., & Silkoset, R. (2004). *Metode og dataanalyse: med fokus på beslutninger i bedrifter*. Kristiansand: Høyskoleforlaget.
- Grünfeld, L. A., & Jakobsen, E. W. (2006). *Hvem eier Norge?* Oslo: Universitetsforlaget.
- Hanssen-Bauer, H., & Gangdal, J. (2008). *En undersøkelse viser... Bruk og misbruk av meningsmålinger*. Oslo: Cappelen akademisk.
- Hammerich, P. (2011). *Rettslige rammer for private equity-bransjen i Norge*. Oslo: Bugge, Arentz-Hansen og Rasmussen.
- Harboe, T. (2006). *Indføring i samfundsvidenskabelig metode*. Frederiksberg: Samfundslitteratur.
- Hedgeweek. (2008, November 27). *Channel Islands show solidity in turbulent times*. Hentet fra Hedgeweek <http://www.hedgeweek.com/2008/11/27/channel-islands-show-solidity-turbulent-times>  
[Hentet 28 november 2014]
- Helseinfo. (2014, Oktober 10). *Alt om helsebudsjettet*. Hentet fra Helseinfo: <http://helseinfornett.no/helsebudsjettet-fra-til/>  
[Hentet 19 november 2014]

- 
- Jaecklin, S., Gamper, F., & Shah, A. (2011). *Domiciles of alternative investment funds*. Hentet fra Alfi: <http://www.alfi.lu/sites/alfi.lu/files/Domicile-of-Alternative-Investment-Funds.pdf>  
[Hentet 15 november 2014]
- Johansen, M. B. (2014, Mai 13). *Oppkjøpsfond vil ofre skatteparadis*. Hentet fra Hegnar: <http://www.hegnar.no/okonomi/artikkel502273.ece>  
[Hentet 19 november 2014]
- Kapitalfluktutvalget. (2009). *NOU 2009:19 Skatteparadis og utvikling*. Finansdepartementet. Oslo: Finansdepartementet.
- Kjærnes, J. (2006). Betydningen av private equity fra et samfunnsmessig ståsted. *Praktisk økonomi og finans* (2), 11-17.
- Kvale, S., & Brinkmann, S. (2009). *Det kvalitative forskningsintervju*. Oslo: Gyldendak Norsk Forlag.
- Kvalheim, C., & Lund, A. S. (2006). Private equity fond og verdipapirfond – noen sammenlignende betraktninger. *Praktisk økonomi og finans* (2), 35-44.
- KPMG. (2014, November 25). *Beskatning av ansvarlige selskaper og kommandittselskaper*. Hentet fra Verdt å vite: <http://verdtavite.kpmg.no/beskatning-av-ansvarlige-selskaper-og-kommandittselskaper.aspx>  
[Hentet 25 november 2014]
- KPMG. (2014, November 25). *Beskatning av norsk eierskap i lavskatteland - «NOKUS»*. Hentet fra Verdt å vite: <http://verdtavite.kpmg.no/beskatning-av-norsk-eierskap-i-lavskatteland-nokus.aspx>  
[Hentet 25 november 2014]
- Landre, E., Haugan, B., & Tjersland, J. (2011, Januar 25). *Statseid selskap har milliarder i skatteparadiser*. Hentet fra E24: <http://e24.no/makro-og-politikk/statseid-selskap-har-milliard-er-i-skatteparadiser/4003946>  
[Hentet 19 november 2014]
- Leseth, A. B., & Tellmann, S. M. (2014). *Hvordan lese kvalitativ forskning*. Oslo: Cappelen Damm akademisk.
- Ljungqvist, A., & Richardson, M. (2003). *The cash flow, return and risk characteristics of private equity*. National Bureau of Economic Research. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- Lundby, L. (2014, November 4). Dybdeintervju med HitecVision. (K. Lange, & V. Mothes, Interviewers) Oslo, Norge.
- Løvås, J. (2014, November 19). *Staten støtter motparten*. Hentet fra Dagens Næringsliv: <http://www.dn.no/nyheter/energi/2014/11/19/2156/Olje-og-gass/staten-sttter-motparten>  
[Hentet 6 desember 2014]

- 
- Naidech, S. W. (2011). *Private equity fund formation*. Hentet fra Corporate & Securities: [http://www.chadbourne.com/files/Publication/3d5a9a56-734c-4d30-a5e4-0a8c593967ab/Presentation/PublicationAttachment/12cdc9fc-964d-4b0e-a0d4-c48ce9dd7c2f/Naidech\\_PrivateEquityFundFormation\\_Nov11.pdf](http://www.chadbourne.com/files/Publication/3d5a9a56-734c-4d30-a5e4-0a8c593967ab/Presentation/PublicationAttachment/12cdc9fc-964d-4b0e-a0d4-c48ce9dd7c2f/Naidech_PrivateEquityFundFormation_Nov11.pdf)  
[Hentet 10 oktober 2014]
- Nordfund. (2009). *Norfunds fondsvirksomhet og bruk av oversjøiske finanssentra*. Nordfund.
- Nordic Innovation. (2011, November). *Obstacles to Nordic Venture Capital Funds - Promoting a common Nordic venture capital market*. Hentet fra Nordic Innovation: [http://nordicinnovation.org/Global/Publications/Reports/2012/10122\\_Obstacles%20to%20Nordic%20Venture%20Capital%20Funds\\_Updated%20version%202011.pdf](http://nordicinnovation.org/Global/Publications/Reports/2012/10122_Obstacles%20to%20Nordic%20Venture%20Capital%20Funds_Updated%20version%202011.pdf)  
[Hentet 6 oktober 2014]
- Norges Bank. (2004). *Skiftserie 34*. Hentet fra Norges Bank: <http://www.norges-bank.no/Upload/import/publikasjoner/skriftserie/34/kapittel4.pdf>  
[Hentet 11 september 2014]
- NVCA. (2014). *Aktive eierfond*. Hentet fra Norsk Venturekapitalforening : <http://www.nvca.no/om-aktive-eierfond/>  
[Hentet 11 desember 2014]
- Nærings- og Fiskeridepartementet. (2001). *NOU 2001:29 Best i test?* Hentet fra Nærings- og Fiskeridepartementet: <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nfd/dok/nou-er/2001/nou-2001-29.html?id=144518>  
[Hentet 11 september 2014]
- Magma. (2002). *Due diligence i forbindelse med fusjoner og oppkjøp*. Hentet fra Magma: <http://www.magma.no/due-diligence-i-forbindelse-med-fusjoner-og-oppkjoep>  
[Hentet 14 oktober 2014]
- Meinzer, M. (2014, November 04). Episode 1: Informasjonsutveksling. *TaxCast: en podcast om globale skattespørsmål*. (Foseide, Vegard, & K. Arnesen, Interviewers)
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2009, July 1). *The Economics of Private Equity Funds*. Hentet fra Pehub: <https://www.pehub.com/wp-content/uploads/ssrn-id996334.pdf>  
[Hentet 15 oktober 2014]
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2011). *Venture Capital and Other Private Equity: a Survey*. *European Financial Management*, 00 (0), 1-36.
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2011). *Venture capital and the finance of innovation* (2nd Edition ed.). John Wiley & Sons, Inc.
- Misund, A. (2014, November 13). Dybdeintervju med EQT Partners (Welo, 2014). (K. Lange, & V. Mothes, Interviewers) Oslo, Norge.

Obama, B. (2009, May 4). *Remarks by the president on international tax policy reform*. Hentet fra The White House - Speeches and remarks: [http://www.whitehouse.gov/the\\_press\\_office/Remarks-By-The-President-On-International-Tax-Policy-Reform](http://www.whitehouse.gov/the_press_office/Remarks-By-The-President-On-International-Tax-Policy-Reform)  
[Hentet 21 oktober 2014]

OECD. (1998). *Harmful Tax Competition - An Emerging Global Issue*. Organisation for Economic Co-operation and Development. OECD.

OECD. (2014, Juli 21). *OECD releases full version of global standard for automatic exchange of information*. Hentet fra OECD Tax: <http://www.oecd.org/tax/oecd-releases-full-version-of-global-standard-for-automatic-exchange-of-information.htm>  
[Hentet 11 november 2014]

OECD. (2014). *Global Forum on Transparency and Exchange of Information for Tax Purposes*. OECD. Berlin: OECD.

OECD. (n.d.). *Automatic Exchange of Information*. Hentet fra Exchange of information: <http://www.oecd.org/ctp/exchange-of-tax-information/automaticexchange.htm>  
[Hentet 24 november 2014]

Oslofinans. (n.d.). *Om private equity*. Hentet fra Oslofinans: <http://www.oslofinans.no/om-private-equity>  
[Hentet 4 oktober 2014]

Palan, R. (2009, Oktober 1). *History of tax havens*. Hentet fra History and Policy: <http://www.historyandpolicy.org/policy-papers/papers/history-of-tax-havens>  
[Hentet 11 november 2014]

Partner i advokatfirma. (2014, November 5). Dybdeintervju. (K. Lange, & V. Mothes, Interviewers) Oslo, Norge.

Partner i advokatfirma. (2014, November 6). Dybdeintervju. (K. Lange, & V. Mothes, Interviewers)

Partner i advokatfirma. (2014, November 17). Dybdeintervju. (K. Lange, & V. Mothes, Interviewers)

Pettersson, C., & Ek, T. (2011, November 16). *Ljusskygga bolag styr Carema*. Hentet fra Aftonbladet: <http://www.aftonbladet.se/nyheter/article13940372.ab>  
[Hentet 24 november 2014]

Pictet Alternative Advisors SA. (2014). *An introduction to private equity*. Geneva: Pictet. Praxis Group. (2013, September 4). *Praxis Private Equity - Fund Launch*. Hentet fra Fact Sheet: [http://www.praxisgroup.com/sites/default/files/Private\\_Equity\\_Fund\\_Launch\\_040913.pdf](http://www.praxisgroup.com/sites/default/files/Private_Equity_Fund_Launch_040913.pdf)  
[Hentet 24 november 2014]

---

Practical Law. (n.d.). *Private equity in Jersey: market and regulatory overview*. Hentet fra Practical Law: <http://uk.practicallaw.com/4-571-3407?source=relatedcontent#a1035791>  
[Hentet 24 november 2014]

Søk og skriv. (2014, September 24). *Struktur*. Hentet fra Søk og skriv - Skrivning: <http://sokogskriv.no/skriving/struktur/>  
[Hentet 8 desember 2014]

Skatteetaten. (2014). *Guide to value added tax in Norway*. Hentet fra Merverdiavgift: <http://www.skatteetaten.no/en/Bedrift-og-organisasjon/Merverdiavgift/Guide-to-Value-Added-Tax-in-Norway/?chapter=3727#kapitteltekst>  
[Hentet 28 november 2014]

Skatteetaten. (n.d.). *Kildeskatt på utbytte fra norske selskap til utenlandske aksjonærer*. Hentet fra Uttalelser: <http://www.skatteetaten.no/no/Radgiver/Rettskilder/Uttalelser/Prinsipputtalelser/Kildeskatt-pa-utbytte-fra-norske-selskap-til-utenlandske-aksjonarer/>  
[Hentet 23 oktober 2014]

Skatteetaten. (n.d.). *Merverdiavgift*. Hentet fra Skatteetaten: <http://www.skatteetaten.no/no/Bedrift-og-organisasjon/Merverdiavgift/>  
[Hentet 7 oktober 2014]

Sollund, S. (2013, Mai 14). *Internasjonale tiltak mot «Base Erosion and Profit Shifting (BEPS)»*. Hentet fra Norsk olje og gass: [https://www.norskoljeoggass.no/Global/2013%20Dokumenter/Skatteseminar%202013/Sollund\\_FIN\\_BEPS.pdf?epslanguage=no](https://www.norskoljeoggass.no/Global/2013%20Dokumenter/Skatteseminar%202013/Sollund_FIN_BEPS.pdf?epslanguage=no)  
[Hentet 16 november 2014]

States of Guernsey. (2014). *Guernsey and VAT*. Hentet fra Customs Import And Export Controls: <http://www.gov.gg/guernseyandvat>  
[Hentet 28 november 2014]

States of Guernsey. (n.d.). *Tax for Companies*. Hentet fra Taxation: <http://www.gov.gg/taxforcompanies>  
[Hentet 24 november 2014]

States of Jersey. (n.d.). *Taxation in Jersey*. Hentet fra Information and public services for the Island of Jersey: <http://www.gov.je/LifeEvents/MovingToJersey/HighValueResidency/Pages/Tax.aspx>  
[Hentet 24 november 2014]

Strand-Nielsen, F., & Lisæth, H. (2010, Oktober 20). *Helsekronene går ikke til «skatteparadis»*. Hentet fra Bergens Tidende: <http://www.bt.no/meninger/Helsekronene-gar-ikke-til-skatteparadis-1786273.html>  
[Hentet 19 november 2014]

Strömberg, P. (2009). *The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe*. Stockholm School of Economics, Institute for Financial Research (SIFR). Stockholm : Stockholm School of Economics.

Regjeringen. (2009, Juli 07). *AIFMD*. Hentet fra Europaportalen:

<http://www.regjeringen.no/nb/sub/europaportalen/eos/eos-notatbasen/notatene/2009/juli/aifmd.html?id=746393>

[Hentet 14 desember 2014]

Regjeringen. (2013, Mars 15). *Nytt offentlig skatteutvalg*. Hentet fra Regjeringen:

<https://www.regjeringen.no/nb/aktuelt/nytt-offentlig-skatteutvalg/id717804/>

[Hentet 5 desember 2014]

Regjeringen. (2014, November 12). *Norges omdømme er solid og stabilt*. Hentet fra

Regjeringen: [https://www.regjeringen.no/nb/aktuelt/nation\\_indeks/id2340387/](https://www.regjeringen.no/nb/aktuelt/nation_indeks/id2340387/)

[Hentet 15 desember 2014]

Richards, D. (2014). *Jersey Taxation of Investment Vehicles*. Hentet fra Publications:

<http://www.ogier.com/publications/library/pages/JerseyTaxationofInvestmentVehicles.aspx>

[Hentet 28 november 2014]

Rugland, I. (2009, Oktober 1). *Norske helsekroner til skatteparadis*. Hentet fra Bergens

Tidende: <http://www.bt.no/nyheter/okonomi/Norske-helsekroner-til-skatteparadis-1786275.html>

[Hentet 11 november 2014]

Tax Justice Network. (2012, July 22). *The Price of Offshore Revisited: Press Release*. Hentet fra Tax Justice Network:

[http://www.taxjustice.net/cms/upload/pdf/The\\_Price\\_of\\_Offshore\\_Revisited\\_Presser\\_120722.pdf](http://www.taxjustice.net/cms/upload/pdf/The_Price_of_Offshore_Revisited_Presser_120722.pdf)

[Hentet 19 november 2014]

Tax Justice Network Norge. (n.d.). *Verktøy*. Hentet fra Tax Justice Network Norges

hjemmeside: <http://taxjustice.no/ressurser/tema/verktoy>

[Hentet 28 september 2014]

The government of Jersey. (2014, February 4). *Jersey Financial Services Industry - Policy Framework*. Government of Jersey:

<http://www.gov.je/SiteCollectionDocuments/Government%20and%20administration/P%20Financial%20Services%20Policy%20Framework%2020140402%20LO.pdf>

[Hentet 28 november 2014]

Traaseth, K. (2014, Oktober 29). Dybdeintervju. (K. Lange, & V. Mothes, Interviewers)

Traaseth, K. T. (2014). *De aktive eierfondene i Norge*. NVCA. Oslo: NVCA.

Trumpy, J. (2014, Mai 12). *Villig til å ofre skatteparadis*. Hentet fra Dagens Næringsliv:

<http://www.dn.no/nyheter/2014/05/12/Finans/villig-til--ofre-skatteparadis>

[Hentet 9 september 2014]

- 
- Utenriksdepartementet. (2007, Juni 22). *Norsk lovgivning*. Hentet fra November 28, 2014 from Menneskerettigheter: [http://www.regjeringen.no/nb/dep/ud/tema/menneskerettigheter/mr\\_internasjonalt/nasjonallvgivning.html?id=449476](http://www.regjeringen.no/nb/dep/ud/tema/menneskerettigheter/mr_internasjonalt/nasjonallvgivning.html?id=449476) [Hentet 28 november 2014]
- Viksøy, M., & Baker, K. M. (2006). Private Equity – Strukturert metodikk for eksepsjonell verdiskapning. *Praktisk økonomi og finans* (2), 19-28.
- Welo, M. (2014, November 10). Dybdeintervju med FSN Capital. (K. Lange, & V. Mothes, Interviewers) Oslo.
- Worsøe, A. H. (2006). En generell introduksjon til Venture Capital og Private Equity: «Forretningsmodellen, investeringsalternativene og aktørene. *Praktisk økonomi og finans* (2), 3-10.
- Zoromé, A. (2007). *Concepts of Offshore Financial Centers: In Search of an Operational Definition*. International Monetary Fund. IMF.
- Økokrim. (2013-2014). *Trusselvurdering økonomisk kriminalitet og miljøkriminalitet 2013–2014*. Oslo: Økokrim.